

NAČIN POSTUPANJA INVESTICIJSKIH DRUŠTAVA PREMA KLIJENTIMA PRI OBAVLJANJU INVESTICIJSKIH USLUGA I SPOROVI ZBOG POVREDE TIH PRAVILA

Dr. sc. Edita Čulinović Herc, izvanredni profesor,
Pravni fakultet Sveučilišta u Rijeci

UDK: 336.714
Ur.: 31. prosinca 2009.
Pr.: 29. siječnja 2010.
Izvorni znanstveni rad

Sažetak

Godine 2009., 1. siječnja stupio je na snagu novi Zakon o tržištu kapitala kojim je u hrvatsko pravo preuzeta europska pravna stečevina u oblasti tržišta kapitala. Posebice su se izmijenili organizacijski zahtjevi kao i drugi zahtjevi poslovanja koje pred investicijska društava (ranije društava za poslovanje s vrijednosnim papirima) postavlja europska Direktiva o tržištima financijskih instrumenata iz 2004. godine. Pravni okvir unutar kojeg djeluju danas investicijska društva postao je vrlo složen, stoga se nameće pitanje hoće li zahtjevniji regulatorni okvir utjecati na broj sporova koji izbijaju iz, među investicijskih društava i njihovih klijenata. U prvom dijelu rada stoga se razrađuje tko sve u RH pruža investicijske usluge prema Zakonu o tržištu kapitala. Također se objašnjava nova tipologija klijenata prema kojima investicijska društva primjenjuju različite standarde postupanja, koji opet variraju i ovisno o tomu koja se usluga pruža. U drugom dijelu rada se ispituje na koji način investicijska društva u svojim općim uvjetima poslovanja predviđaju rješavanje sporova sa svojim klijentima, uključujući i rješavanje pritužbi. Ispituje se koji sudovi su stvarno nadležni za rješavanje sporova u parničnom postupku između klijenata i investicijskih društava. Propituju se argumenti u prilog tezi da se svi sporovi u parničnom postupku između investicijskih društava i njihovih klijenata delegiraju de lege ferenda u stvarnu nadležnost trgovačkih sudova. Pretraživanjem dostupnih baza podataka sudske prakse uočava se nepostojanje građanskopravnih sporova između investicijskih društava i njihovih klijenata, za razliku od vrlo zastupljenih upravnih sporova do kojih dolazi najčešće pokretanjem upravnog spora od strane investicijskog društva nakon provedenog postupka nadzora HANFE u kojem je izrečena neka od nadzornih mjera. Analiziraju se tipične povrede do kojih dolazi u postupanju investicijskih društava i njihovih klijenata. Iznose se zaključci i prijedlozi de lege ferenda.

Ključne riječi: Zakon o tržištu kapitala, investicijska društva, način postupanja prema klijentima.

1. Uvod – nova tržišna infrastruktura

Na tržištu kapitala, osim ulagatelja na strani ponude, i izdavatelja financijskih instrumenata na strani potražnje, postoje i brojni financijski posrednici. Svi oni ispunjavaju na tržištu kapitala određenu funkciju. Investicijski fondovi prikupljaju slobodna novčana sredstva koja zatim ulažu u određene financijske instrumente nastojeći maksimirati prinose fonda, burze. Drugi oblici organiziranog trgovanja imaju zadatak povezati ponudu i potražnju i omogućiti da se financijskim instrumentima trguje po unaprijed poznatim cijenama. Investicijska društva pružaju usluge prilikom ulaganja u financijske instrumente. Brojne studije potvrđuju da jakost sektora financijskih posrednika upućuje na dugoročni gospodarski rast.¹ Prema nekim autorima cilj dobro uređenog tržišta kapitala nije samo zaštita ulagatelja, već i stabilnost financijskih posrednika.² U ranije važećem, Zakonu o tržištu vrijednosnih papira (u nastavku: ZTVP)³ takva društva su se nazivala društvima za poslovanje s vrijednosnim papirima, dok se sada nazivaju investicijskim društvima.⁴ Novo uređenje investicijskih društava i njihovih obveza prema klijentima posljedica je usklađivanja hrvatskog prava s europskim zakonodavstvom, ponajprije recepcijom krovne direktive za tržište kapitala, a to je Direktiva o tržištima financijskih instrumenata (u daljnjem tekstu: MiFID - *Markets in Financial Instruments Directive*)⁵.

2. Postupan razvoj europskog prava i utjecaj na hrvatsko pravo

Europsko pravo, kojim se uređuje način pružanja investicijskih usluga i organizacijski zahtjevi za investicijska društva, prošlo je dugačak razvojni put. Osnove zaštite klijenata u odnosu na investicijska društva postavila je Direktiva o

1 LEVINE, R. Law, *Finance and Economic Growth* Journal of Financial Intermediation, 8 (1999), str. 8.

2 Vidi CESARINI, F. *Economics of Securities Markets regulation: Some Current Issues*, u: FERRARRINI, G. (ur.) *European Securities Market – The Investment Services Directive and Beyond* 1998, str. 65 i dalje.

3 NN 84/02 138/06 Prikaz rješenja zaštite klijenata brokerskih društava prema odredbama ranijeg ZTVP-a vidi rad ČULINOVIĆ HERC, E. *Zaštita ulagatelja u ugovorima s brokerskim društvima – nova europska smjernica o tržištima financijskih instrumenata i hrvatsko pravo*, Zbornik radova Pravnog fakulteta u Splitu, br. 3-4, (2004), str. 261-294.

4 Skrećemo pozornost da termin investicijska društva nije sretno odabran u ZTK s obzirom na to da u inozemnim pravnim sustavima taj pojam doslovno preveden označava investicijske fondove koji su utjelovljeni u kompanije (investment companies). MiFID se u izvorniku koristi izvornikom investment firms.

5 Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC, OJ L 145, 30.4.2004, str. 1–44 Nedavno izmijenjena novom direktivom: Directive 2006/31/EC of the European Parliament and of the Council of 5 April 2006 amending directive 2004/39/EC on markets in financial instruments, as regards certain deadlines (Text with EEA relevance) OJ L 114, 27.4.2006, str. 60–63.

uslugama pri ulaganju u vrijednosne papire iz 1993. (Investment Services Directive – u daljnjem tekstu: ISD).⁶ Ona je uredila nekoliko važnih pitanja: licenciranje, tj. odobrenje koje dobiva investicijsko društvo te postavila osnove za donošenje pravila postupanja s klijentima pri pružanju usluga, tzv. *conduct of business rules*.⁷ Kako je licencu odnosno odobrenje za rad investicijskim društvima davalo nacionalno tijelo «*home country control*» to je dovodilo do negativne selekcije - *race to the bottom*. Nacionalni zakonodavci namjerno su slabili kriterije kontrole investicijskih društava kako bi ih što više privukli pod svoj regulatorni kišobran. Ona društva, koja su se nalazila u blažem regulatornom režimu, bila su u prednosti pred ostalima.⁸

Ipak glavni cilj ISD-a, a to je izrada pravila postupanja investicijskih društava prema njihovim klijentima (*Conduct of Business Rules*) nije zaživio i do prave harmonizacije nije uopće niti došlo. Regulatorni model, koji je primijenjen pri donošenju ISD iz 1993. godine bio je utemeljen na međusobnom priznavanju (*mutual recognition*) i nadzoru domicilne države (*home country control*), a uz to je bio kompromis između težnje za harmonizacijom i regulatornog natjecanja.⁹ Ovi su problemi vrlo brzo došli do izražaja u sudskoj praksi Europskog suda. *Landmark* presuda iz tih vremena svakako je rješidba Europskog suda *Re Alpine Investment*¹⁰.

Prekretnicu je donio Akcijski plan za financijske usluge (*Financial Services Action Plan* - FSAP) iz 1999. godine kojim je započeo, tzv. *Lamfalussy process*

6 Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on investment services in the securities field OJ L 197, 6.8.1993, str. 58.

7 Vidi ILMONEN, K. *Structural Implications of Upgrading the Investment Services Directive*, International and Comparative Corporate Law Quarterly, Vol. 4 2002, str. 144.

8 *Loc. cit.*

9 MOLONEY, N. *EC Securities Regulation*, 2nd ed. Oxford University Press 2008. str. 355.

10 *C-384/93 Alpine Investments BV v. Minister van Financien* (1995) ECR I-1141. U tom je predmetu nizozemsko ministarstvo financija zabranilo nizozemskom brokerskom društvu, specijaliziranom za futures transakcije da nudi svoje usluge telefonski fizičkim osobama bez njihova prethodnog odobrenja («cold calling»). Kasnije na temelju zakonske ovlasti, nizozemsko ministarstvo je 1991. godine zabranilo svim nizozemskim brokerskim društvima nuditi svoje usluge telefonom, pozivajući se zaštitu ulagatelja i zaštitu ugleda nizozemskih brokerskih društava. Zabrana se odnosila i na usluge koje se pružaju i u drugim zemljama članicama koje su «odaslane» iz Nizozemske. Tužitelj je pokrenuo spor pred nadležnim sudom tvrdeći da je takva zabrana u suprotnosti s načelom slobode pružanja usluga. Nizozemsko ministarstvo je u odgovoru na tužbu istaknulo da «cold calling» podrazumijeva takvu situaciju u kojoj osobe, kojima se upućuju ponude telefonom, nisu u stanju kvalitetno informirati se o rizicima koji su povezani s tom transakcijom, niti mogu usporediti kvalitetu i cijenu usluge ponuditelja s ponudom njegovih konkurenata. Nizozemski je sud zastao s postupkom i uputio zahtjev Europskom sudu za odlučivanje o prethodnom pitanju. Europski sud je tu mjeru ocijenio mjerom koja predstavlja ograničenje slobode pružanja usluga u smislu čl. 59. Ugovora o EZ, ali je isto tako smatrao da država članica može pod izlikom «općeg dobra» donijeti takve zabrane. Na taj način je zapravo Europski sud smatrao mjeru razmjernom i opravdanom.

označen prvim izvješćem Odbora Vijeća mudrih.¹¹ Ocijenjeno je da je tržište kapitala vrlo labavo integrirano¹², iako je s uvođenjem eura integracija ušla u novu fazu. U svom konačnom izvješću Vijeće mudrih je predložilo novu zakonodavnu tehniku reguliranja materije, "pristup na četiri nivoa". Prvi nivo obuhvaćao je izradu općih regulatornih načela (*framework principles*), iza kojeg slijedi nivo u kojem Komisija uz pomoć tog istog odbora usvaja mjere implementacije tehničkog karaktera. Nakon toga slijedi nivo koordinacije i izvršenja. U sektoru vrijednosnih papira četiri su direktive donijete primjenom Lamfalussy tehnike: Direktiva o transparentnosti 109/2004/EZ,¹³ Direktiva o prospektu 71/2003/EZ,¹⁴ Direktiva o zlouporabama na tržištu 6/2003/EZ¹⁵ i već spomenuta Direktiva o tržištima financijskih instrumenata - MiFID.

MiFID je usvojena u travnju 2004. godine.¹⁶ Njome se osim licenci investicijskih društava uređuju i nova mjesta trgovanja.¹⁷ MiFID je okvirna direktiva prvog stupnja (Level 1), koja je trebala biti implementirana u pravo zemalja članica do 30. travnja 2007. godine. Uz nju postoji intenzivna zakonodavna aktivnost drugog stupnja koju u postupku komitologije provodi Komisija europskih nacionalnih regulatora tržišta vrijednosnih papira – CESR.¹⁸ Najvažnije promjene vezane su za izradu novog kodeksa postupanja brokerskih društava prema ulagateljima s obzirom na to da

11 U izvorniku *Wise Men Committee*, Vidi Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of the European Securities Market dostupan na: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_en.pdf O tijeku zakonodavne aktivnosti u europskom pravu te posebno o rokovima njihove realizacije vidi kod: O'KEEFFE / CAREY, *Financial Services and Internal Market*, u: FERRARINI / HOPT / WYMEERSCH (eds.) *Capital Markets in the Age of the Euro*, Kluwer, 2002, str. 9-13. Detaljni prikaz Lamfalussyjeve zakonodavne tehnike vidi kod: ANDERSSON, J. *The Regulatory Technique of Securities Law – A Few Remarks*, *European Business Law Review*, 13 (4) 2002, str. 313-322.

12 WYMEERSCH, E. *Regulating European Markets: The Harmonization of Securities Regulation in the Europe in the New Trading Environment*, u: FERRAN / GOODHART (eds.) *Regulating Financial Services and Markets in the 21st Century*, Oxford, 2001, str. 190.

13 Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC, 31.12. 2004, OJ L 390, str. 38.

14 Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC (Text with EEA relevance) OJ L 345, 31.12.2003, str. 64-89.

15 Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse) OJ L 96/16 od 12.4.2003. str. 16 i dalje.

16 Directive 2002/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and Repealing Council Directive 93/22/EEC OJ L 160, 22.4.2004, str. 1-10.

17 Multilateralna trgovinska platforma, sistematski internalizator i sl.

18 *Committee of European Securities Regulators*, www.cesr-eu.org Vidi na istoj mrežnoj stranici Level 2 i Level 3 mjere koje su vezane za MiFID.

ista direktiva iziskuje donošenje pravila o izbjegavanju sukoba interesa, tzv. *best execution* pravilo u izvršavanju transakcije, te posebice izvještavanje prije i nakon izvršavanja transakcije, kako za burze, tako i za brokerska društva. Najvažnija novost direktive je omogućavanje bankama, brokerskim društvima i burzama pružati svoje usluge unutar EU, temeljem licence koju im daju domicilna regulatorna tijela (*home country authorization*), ali ovaj puta bez sustava međusobnog priznavanja. Država u kojoj se pruža usluga (inozemnog) investicijskog društva (*host member state*), ipak zadržava određeni, iako vrlo mali stupanj kontrole, koji se najviše odnosi na zaštitu ulagatelja.¹⁹ Uspostavljaju se pravila o tomu koji se podaci trebaju objavljivati o transakcijama s dionicama prije i poslije trgovanja (*pre-transparency, post-transparency rules*), s mogućnošću da države članice primjenu tih pravila prošire i na druge financijske instrumente. Na taj način je nova direktiva sama razradila pravila postupanja koja brokerska društva trebaju primjenjivati prilikom pružanja usluga ulagateljima. Oni se diversificiraju na male i profesionalne ulagatelje²⁰ pri čemu postoji mogućnost prelaska iz jedne kategorije u drugu. Osim prema profilu klijenta postupanje investicijskog društva prema njima uvjetovano je i vrstom usluge koja se klijentu pruža pri čemu stroži zahtjevi postoje u savjetodavnim uslugama. Osim opće obveze poštenog i profesionalnog postupanja u najboljem interesu klijenta prilikom pružanja usluga, ali i pri promidžbi društva, brokersko društvo mora prije sklapanja ugovora informirati svoje klijente o samom društvu, o uslugama koje društvo pruža, o vrijednosnim papirima i strategiji ulaganja u vrijednosne papire koje društvo predlaže, o modalitetu izvršenja transakcija, o troškovima i proviziji koje društvo zaračunava. Kada društvo klijenta savjetuje o ulaganju u vrijednosne papire ili upravlja njegovim portfeljem, ono treba utvrditi nalogodavčev stupanj znanja i iskustva o ulaganju, upoznati se s njegovom financijskom situacijom te utvrditi njegove ciljeve ulaganja kako bi preporučilo one oblike ulaganja koji će biti prilagođeni potrebama klijenta. Postrožena je obveza vođenja dokumenata koji prate transakciju. Tako ovlašteno društvo mora voditi posebne datoteke o klijentima te izrađivati posebna izvješća za klijente. Mnogi propisi detaljnije uređuju postupanje brokerskih društava na drugom nivou (L2) pri čemu direktiva obvezuje zakonodavca «drugog niova» da pri donošenju tih propisa vodi računa o prirodi financijskog instrumenta, (ne)profesionalnosti samog klijenta te prirodi usluga koje društvo pruža klijentu. Vrlo bitan propis nalazi se u čl.21. MiFID-a, a bavi se načinom izvršavanja naloga – ovlašteno društvo ih treba izvršiti pod uvjetima koji su za klijenta najpogodniji (*best possible results*) pri čemu

19 Primjerice, ako investicijsko društvo koje pruža uslugu prekogranično učini opetovane povrede zakona a da pritom ne reagira nadzorno tijelo koje je nadležno za njegovu superviziju (*home state control*), tada to može učiniti nadzorno tijelo u državi članici u kojoj se pruža usluga. Vidi čl. 62. st. 1. MiFID. Podrobnije o problemima podijeljenja supervizije vidi kod: LANNOO, K. / CASEY J.P. *EU Financial Regulation and Supervision Beyond 2005*, CEPS, 2005, str. 29. Vidi isto: TISON, M. *Financial Market Integration in the Post FSAP Era. In the Search of Overall Conceptual Consistency in the Regulatory Framework*, u: FERRARINI, G. / WYMEERSCH, E. (eds.) *Investor Protection in Europe: Corporate law Making, the MiFID and Beyond*, 2006, str. 443., 452-454.

20 Vidi Annex II MiFID-a.

se uzimaju u obzir cijena troškovi, brzina opseg i vrsta transakcije. Države članice moraju od ovlaštenih društava zahtijevati uspostavu tzv. *order execution policy* – politiku izvršavanja naloga. Predviđena je mogućnost izvršavanja naloga i izvan uređenog tržišta, ali se o tomu mora posebno informirati klijenta i dobiti njegov izričit pristanak. Propisima drugog nivoa riješit će se pitanje vrednovanja (ponderiranja) različitih kriterija koji će se uzimati u obzir pri procjeni je li neko društvo provelo nalog na najpogodniji način. Što se tiče brzine izvršavanja transakcija od brokerskih društava traži se da naloge izvršavaju promptno i ekspeditivno (*prompt, fair and expeditious*).

3. Novo uređenje investicijskih društava i njihovih usluga

Investicijska društva su pravne osobe čija je redovita djelatnost pružanje jedne ili više investicijskih usluga i/ili obavljanje jedne ili više investicijskih aktivnosti na profesionalnoj osnovi (čl. 3. st.1. t. 5. ZTK). Prema čl. 5. ZTK-a investicijske usluge i aktivnosti dijele se na *osnovne*²¹ i *pomoćne usluge*²². Njihov se broj u ZTK-u znatno povećao, u odnosu na ranije važeći ZTVP, kao rezultat implementacije MiFID-a,²³ odnosno Direktive o tržištima financijskih instrumenata, koja uređuje europski pravni okvir poslovanja investicijskih društava kao i način postupanja prema njihovim klijentima. Naravno, znakovita izmjena se sastoji i u tomu što se investicijske usluge odnose na financijske instrumente, što je širi pojam od vrijednosnog papira. Ti su financijski instrumenti inače navedeni u *Annex I, Section C* MiFID-a, odnosno u

21 Pod *osnovnim* uslugama podrazumijevaju se: 1. zaprimanje i prijenos naloga u svezi s jednim ili više financijskih instrumenata, 2. izvršavanje naloga za račun klijenata, 3. trgovanje za vlastiti račun, 4. upravljanje portfeljem, 5. investicijsko savjetovanje, 6. usluge provedbe ponude, odnosno prodaje financijskih instrumenata uz obvezu otkupa, 7. usluge provedbe ponude, odnosno prodaje financijskih instrumenata bez obveze otkupa, 8. upravljanje multilateralnom trgovinskom platformom. Vidi čl. 5. ZTK

22 Pod *pomoćnim* uslugama podrazumijevaju se: 1. pohrana i administriranje financijskih instrumenata za račun klijenata, uključujući i poslove skrbništva i s tim povezane usluge, na primjer upravljanje novčanim sredstvima, odnosno instrumentima osiguranja, 2. davanje kredita ili zajma ulagatelju kako bi mu se omogućilo zaključenje transakcije s jednim ili više financijskih instrumenata, ako je u transakciju uključeno društvo koje odobrava zajam ili kredit, 3. savjetovanje o strukturi kapitala, poslovnim strategijama i srodnim pitanjima, kao i savjetovanje i usluge vezane uz spajanja i stjecanja udjela u društvima, 4. usluge deviznog poslovanja ako su vezane uz pružanje investicijskih usluga, 5. investicijsko istraživanje i financijska analiza, kao i ostale preporuke koje se odnose na transakcije s financijskim instrumentima, 6. usluge vezane uz usluge provedbe ponude, odnosno prodaje financijskih instrumenata uz obvezu otkupa, 7. investicijske usluge i aktivnosti te pomoćne usluge iz ovog članka koje se odnose na temeljnu imovinu izvedenica iz članka 3. stavka 1. točke 2. podtočke d. alineje 2., 3., 4. i 7. ZTK kada su te investicijske usluge i aktivnosti nadovezane na investicijske ili pomoćne usluge. Vidi čl. 5. ZTK.

23 Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EC, OJ L 145 od 30.4.2004.

čl. 3. st. 2. ZTK-a. Osim vrijednosnih papira u tu se skupinu ubrajaju instrumenti tržišta novca, udjeli u investicijskim fondovima (koje ZTK doslovno naziva jedinice u subjektima za zajednička ulaganja) te izvedenice.²⁴

Članak 6. ZTK uređuje *tko može pružati investicijske usluge i obavljati investicijske aktivnosti*. Osim investicijskih društava registriranih u Republici Hrvatskoj to mogu i strana investicijska društva iz države članice EU i to podružnicama ili neposredno, koristeći slobodu pružanja usluga, dok strana investicijska društva iz trećih zemalja mogu to isto podružnicom, ali uz dozvolu HANFE.

U skladu s konceptom univerzalnog bankarstva, osim investicijskih društava investicijske usluge i aktivnosti mogu u RH obavljati *i kreditne institucije*, koje su dobile odobrenje HNB-a.²⁵ Strane kreditne institucije mogu obavljati investicijske usluge po istim kriterijima koji vrijede za investicijska društva, već s obzirom na to imaju li sjedište u državi članici EU ili u nekoj trećoj državi. U Republici Hrvatskoj investicijsku uslugu upravljanja multilateralnom trgovinskom platformom mogu obavljati i tržišni operater (burza) i investicijsko društvo uz odobrenje HANFE. Multilateralna trgovinska platforma (MTP) je multilateralni sustav koji spaja ponudu i potražnju za financijskim instrumentima koju iskazuju treće osobe. To spajanje ponude i potražnje treba se odvijati prema jednoznačnim pravilima.²⁶ Po stupnju transparentnosti MTP dolazi odmah nakon burze.

Prema čl. 7. ZTK *neke investicijske usluge* mogu pružati i društva koja upravljaju otvorenim investicijskim fondovima javnom ponudom. *To su usluge upravljanja portfeljem i investicijskog savjetovanja*. Kada društva za upravljanje otvorenim fondovima javnom ponudom pružaju te usluge na njih se na odgovarajući način primjenjuju neke odredbe ZTK, iako je način pružanja njihovih usluga prvenstveno uređen Zakonom o investicijskim fondovima²⁷ (u daljem tekstu ZIF). Tako primjerice ta društva moraju udovoljavati istim kapitalnim i organizacijskim zahtjevima kao i investicijska društva. Za njih također vrijede pravila o razvrstavanju klijenata i pravila postupanja.²⁸ Zakon zahtijeva da ta društva analogno primjenjuju standarde koji vrijede za izvršavanje naloga, što je prema mišljenju autorice nepotrebna analogija jer ta društva ionako ne pružaju uslugu izvršavanja naloga već samo uslugu

24 Vidi HERBST, J. *Revision of the Investment Services Directive*, 11 Journal of Financial Regulation and Compliance, 2003, str. 211, 214.

25 To je zbog toga što MiFID prihvaća, tzv. funkcionalno određenje osobe koja pruža investicijske usluge pa nije bitno pruža li investicijsku uslugu investicijsko društvo, kreditna institucija ili financijski konglomerat. O tome vidi kod: FERRARINI, G. *Towards a European Law of Investment Services and Institutions* 21 C.M.L.R (1994), str. 1283, 1284. U kontinentalnoj Europi to podrazumijeva apsolutnu dominaciju bankovnog sektora.

26 Multilateralna trgovinska platforma se razlikuje od sistematskog internalizatora. To je bilateralni sustav koji spaja ponudu i potražnju, unutar samog investicijskog društva. Odredbe ZTK, koje se odnose na sistematskog internalizatora, međutim, stupaju na snagu danom ulaska Republike Hrvatske u Europsku uniju. Investicijsko društvo koje namjerava steći status sistematskog internalizatora dužno je o tomu prethodno obavijestiti Agenciju, dakle, nije potrebno odobrenje kao kod uređenog tržišta ili MTP-a.

27 NN, 150/05.

28 Vidi čl. 7. st. 2. t. 4. ZTK.

investicijskog savjetovanja i upravljanja portfeljem. Međutim, bitna implikacija ulaska društva za upravljanje fondovima u sferu investicijskih usluga koja izvorno pripada brokerskim, odnosno investicijskim društvima sastoji se u *potrebi uspostave sustava zaštite ulagatelja*. Naime, društva, koja pružaju investicijske usluge, moraju biti članovima Fonda za zaštitu ulagatelja koji, ako investicijsko društvo padne pod stečaj ili je u nemogućnosti ispuniti svoju obvezu prema klijentima, preuzima na sebe obvezu isplate, tzv. zaštićenih tražbina.

Podružnice stranih društava za upravljanje investicijskim fondovima također moraju biti članovima Fonda za zaštitu ulagatelja, ako u državi u kojoj imaju sjedište ne sudjeluju u sustavu zaštite ulagatelja ili taj sustav nije na razini onoga kojeg poznaje ZTK. Također, na društva za upravljanje investicijskim fondovima primjenjuju se odredbe onog dijela zakona koji uređuje nadzor HANFE nad pružanjem investicijskih usluga. Ako društva za upravljanje otvorenim fondovima javnom ponudom pružaju svoje usluge matičnim društvima, ovisnim društvima ili ovisnim društvima svog matičnog društva tada se na njih ne primjenjuju odredbe ZTK o pružanju investicijskih usluga.²⁹

Položaj kreditnih institucija koje pružaju investicijske usluge također se usklađuje s položajem investicijskih društava.³⁰ Zakon određuje da se na kreditne institucije također primjenjuju odredbe u vezi sa zaštitom ulagatelja,³¹ Međutim, čl. 225. st. 2. ZTK propisuje da su iz primjene cijelog poglavlja koje uređuje sustav zaštite ulagatelja *izuzimaju* sredstva klijenata kreditnih institucija, odnosno *one tražbine koje su osigurane zakonom koji uređuje osiguranje depozita u kreditnim institucijama*. To ne znači da su kreditne institucije izvan sustava zaštite ulagatelja. Osiguranje bankovnih depozita je usporedan institut čija primjena ne isključuje sustav

29 Čl. 9. st. 1. t. 2. ZTK.

30 Čl. 8. st. 1. t. 1. ZTK. I za njih vrijedi odredba da kada one pružaju svoje usluge matičnim društvima, ovisnim društvima ili ovisnim društvima svog matičnog društva da se tada na njih ne primjenjuju odredbe ZTK o pružanju investicijskih usluga.

31 Čl. 8. st. 1. t. 2. ZTK.

zaštite ulagatelja, već je njegova regulatorna dopuna.³² Odredbe o organizacijskim zahtjevima i načinu postupanja s klijentima također se analogno primjenjuju na kreditne institucije. Nadzor nad poslovanjem kreditne institucije, koja obavlja investicijske usluge, obavlja HANFA samostalno ili u suradnji s HNB-om.³³

ZTK sadrži nemali broj izuzetaka kada su u pitanju subjekti koji pružaju investicijske usluge ili obavljaju investicijske aktivnosti, a na koje se ne primjenjuje

32 Sektor osiguranja depozita i odnosa s bankama osigurava depozite građana u kreditnim institucijama - bankama, štednim bankama, stambenim štedionicama te podružnicama stranih kreditnih institucija prema odredbama Zakona o Državnoj agenciji za osiguranje štednih uloga i sanaciju banaka (NN br. 44/94, 79/98, 19/99, 35/00, 60/04), **Zakona o osiguranju depozita** (NN br. 177/04) te **Zakona o izmenama i dopunama Zakona o osiguranju depozita** (NN br. 119/08). Zakonodavstvo RH u potpunosti je usklađeno s odredbama Direktive 94/17/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 30. svibnja 1994. o programima osiguranja depozita. Cilj sustava osiguranja depozita je zaštita depozita građana u slučaju njihove nedostupnosti odnosno otvaranja stečajnog postupka kreditne institucije. **Agencija osigurava depozite građana u svakoj kreditnoj instituciji do uključivo visine od 400.000,00 kn u 100%-nom iznosu, neovisno o broju bankovnih računa, visini sredstava po njima, valuti i mjestu gdje se ti bankovni računi vode. Nakon 1. siječnja 2010. godine, proširuje se opseg osiguranja na način da će Agencija osiguravati osim depozita građana i depozite dijela pravnih osoba u svakoj banci, štednoj banci i stambenoj štedionici do uključivo visine od 400.000,00 kn u 100%-nom iznosu, neovisno o broju bankovnih računa, visini sredstava po njima, valuti i mjestu gdje se ti bankovni računi vode.** U slučaju potrebe, Vlada Republike Hrvatske može propisati i viši iznos osiguranog depozita. <http://dab.hr/osiguranje.html>

33 247. st. 5. ZTK.

regulatorni okvir ZTK.³⁴ Od svih navedenih izuzetaka pozornost zaslužuje izuzimanje društava za osiguranje, odnosno reosiguranje. Naime društva za osiguranje vrlo često posežu za kombiniranim financijskim proizvodima, gdje se životno osiguranje kombinira s preuzimanjem investicijskog rizika.³⁵ Polica životnog osiguranja se vezuje primjerice za prinos nekog investicijskog fonda kojeg bira osiguranik. Najčešće se radi o fondu, kojim upravlja društvo za upravljanje koje se s društvom za osiguranje nalazi unutar iste financijske grupe. Stoga se opravdano postavlja pitanje jesu li osiguranici koji preuzimaju dodatni rizik u dovoljnoj mjeri upućeni u to. S obzirom na to da društva za osiguranje pri sklapanju ugovora sa svojim klijentima ne moraju primjenjivati standarde postupanja koji vrijede za male ulagatelje, koje primjenjuju investicijska društva, nameće se zaključak da osiguranici koji su ulagatelji nisu u dovoljnoj mjeri zaštićeni. Čl. 9. st. 4. ZTK izrijeком isključuje primjenu regulatornog režima ZTK na tržište novca, što je u potpunosti opravdano budući da se radi o segmentu financijskog tržišta na kojem sudjeluju samo profesionalni ulagatelji.

34 Vidi čl. 9. ZTK: 1. društva za osiguranje i reosiguranje, 2. osobe koje investicijske usluge pružaju isključivo svojim matičnim društvima, svojim ovisnim društvima ili drugim ovisnim društvima svoga matičnog društva, 3. osobe koje investicijske usluge pružaju povremeno u sklopu obavljanja svoje redovite djelatnosti ili posla, ako su ispunjeni sljedeći uvjeti: obavljanje te djelatnosti ili posla uređeno je pravilima propisanim zakonom, drugim propisom ili etičkim kodeksom, i ta pravila ne zabranjuju pružanje te investicijske usluge, 4. osobe koje, osim trgovanja za vlastiti račun, ne pružaju niti jednu investicijsku uslugu, niti obavljaju ni jednu investicijsku aktivnost, osim kada djeluju u svojstvu održavatelja tržišta ili na organiziran, učestao i sustavan način trguju za svoj račun izvan uređenog tržišta ili MTP-a i pritom koriste sustav dostupan trećim osobama, kako bi se sklapali poslovi s istima, 5. osobe koje pružaju investicijske usluge koje se sastoje isključivo od upravljanja programima sudjelovanja zaposlenika u ulaganju, 6. osobe koje pružaju investicijske usluge koje se sastoje isključivo od upravljanja programima sudjelovanja zaposlenika u ulaganju i pružanja investicijskih usluga isključivo za vlastita matična društva ili za druga ovisna društva vlastitih matičnih društava, 7. članice Europskog sustava središnjih banaka i druga državna tijela koja rade slične poslove te druge osobe javnog prava odgovorne za upravljanje javnim dugom ili koje posređuju pri upravljanju javnim dugom, 8. subjekti za zajednička ulaganja i mirovinski fondovi te njihove skrbničke institucije i društva za upravljanje, 9. osobe koje s financijskim instrumentima trguju za vlastiti račun ili pružaju za klijente iz svoje redovite djelatnosti investicijske usluge u odnosu na izvedenice na robu ili ugovore o izvedenicama iz članka 3. stavka 1. točke 2. podtočke d. alineje 7. ZTK ako su ispunjeni sljedeći uvjeti: pružanje tih usluga, s obzirom na sveukupnost njegovih poslova, predstavlja pomoćnu djelatnost njihovim redovitim djelatnostima, a redovita djelatnost tih osoba, obzirom na grupu u koju su uključene, nije pružanje investicijskih usluga i obavljanje investicijskih aktivnosti po ZTK-u ili zakonu koji uređuje osnivanje i poslovanje kreditnih institucija, 10. osobe koje daju investicijske savjete u sklopu obavljanja drugih poslova iz redovite djelatnosti ili posla, a na koje se ne primjenjuju odredbe ZTK o pružanju investicijskih usluga i obavljanju investicijskih aktivnosti te ako se za takve savjete ne naplaćuje posebna naknada, 11. osobe, čija se redovita djelatnost sastoji od trgovanja za vlastiti račun s robom i /ili izvedenicama na robu, osim ako su uključene u grupu čije je osnovno poslovanje pružanje drugih investicijskih usluga u skladu s ovim Zakonom ili bankovnih usluga u skladu sa zakonom koji uređuje osnivanje i poslovanje kreditnih institucija, 12. osobe koje imaju status lokalnog društva u skladu s ovim Zakonom.

35 ČURKOVIĆ, M. *Ugovor o investicijskom osiguranju života*, Zbornik 47. susreta pravnika, Opatija 2009, str. 243 – 262.

4. Klijenti investicijskih društava i njihovo razvrstavanje

Klijenti investicijskih društava mogu, naravno, biti *sve pravne i fizičke osobe*. Međutim prema čl. 60. ZTK investicijsko društvo je dužno svoje klijente, s obzirom na njihovo znanje, iskustvo, financijsku situaciju i ulagačke ciljeve, razvrstavati na male i profesionalne ulagatelje. To znači da investicijsko društvo prema njima postupa s različitom brižljivošću. Standard postupanja investicijskog društva precizno je uređen zakonom.

Članak 61. ZTK uređuje koji se klijenti smatraju profesionalnim ulagateljima. To su oni koji posjeduju dovoljno iskustva, znanja i stručnosti za samostalno donošenje odluka o ulaganjima i pravilnoj procjeni s time povezanih rizika. Pojmom profesionalnog ulagatelja obuhvaćeni su različiti subjekti. Postoje dvije osnovne kategorije profesionalnih ulagatelja. Oni koji su to *per se* i oni koji priznavanje tog svojstva mogu zahtijevati od nadzornog tijela, tj. HANFE. Osnovna značajka svojstva profesionalnog ulagatelja sastoji se u načinu njihova tretiranja od strane investicijskog društva. *Ti se subjekti smatraju profesionalnima za sve investicijske usluge i aktivnosti, kako glavne, tako i pomoćne te u odnosu na sve financijske instrumente.*

U *prvoj skupini* nalaze se subjekti koji za djelovanje na financijskom tržištu podliježu obvezi odobrenja ili/i nadzora nadležnog regulatornog tijela poput investicijskih društava, kreditnih institucija, društva za osiguranje, investicijskih i mirovinskih fondova kao i njihovih društava za upravljanje, mirovinskih osiguravajućih društava. U skladu s MiFID-om, ZTK tu ubraja i trgovce robom i izvedenicama na robu, te lokalna društva³⁶. Tom su kategorijom obuhvaćeni i ostali institucionalni ulagatelji koji podliježu obvezi odobrenja ili nadzora za djelovanje na financijskom tržištu (primjerice leasing ili faktoring društva).

Važno je naglasiti da se *svi pripadnici ove skupine profesionalnih ulagatelja smatraju ujedno kvalificiranim ulagateljima*. Osim njih, kvalificiranim ulagateljima se smatraju i profesionalni ulagatelji iz *treće skupine*. Značajka svojstva kvalificiranog ulagatelja sastoji se u tomu što investicijska društva mogu prema njima pružati usluge ne pridržavajući se pravila poslovnog ponašanja prilikom pružanja investicijskih usluga klijentima (čl. 54-71. ZTK). Ipak na zahtjev kvalificiranih ulagatelja, investicijsko društvo mora prema njima primjenivati pravila poslovnog ponašanja prilikom pružanja investicijskih usluga klijentima te na određen način postupati s nalogom klijenta (čl. 82-84. ZTK) i pridržavati se obveze najpovoljnijeg izvršenja naloga (čl. 85- 91. ZTK).

Na prvi pogled nije jasno zbog čega se zakonodavac opredijelio da kvalificirane ulagatelje tretira kao zasebnu kategoriju profesionalnih ulagatelja kada se njihov režim ni po čemu ne razlikuje od profesionalnih ulagatelja općenito! I oni, kao i ostali profesionalni ulagatelji, mogu zatražiti da ih društvo tretira kao male ulagatelje, tako se to čini kao nepotrebna potpodjela. Međutim, status kvalificiranog ulagatelja relevantan je samo za neke investicijske usluge. Ako investicijsko društvo pruža

36 U izvorniku MiFID-a pojavljuje se izraz *locals*, što je u nas prevedeno kao lokalna društva.

takvom ulagatelju uslugu: zaprimanja i prijenosa naloga u svezi s jednim ili više financijskih instrumenata, izvršavanja naloga za račun klijenata ili trgovanja za vlastiti račun, tada ne postoji obveza primjene načina postupanja prema klijentima (tzv. obveza najboljeg izvršenja te način postupanja s naložima klijenata).³⁷ Međutim, ako pruža uslugu investicijskog savjetovanja tada investicijsko društvo mora za potrebe te usluge opet razvrstati tog klijenta na malog ili profesionalnog. Samo ako se ta druga usluga pruža kao pomoćna usluga „a da je izravno povezana s navedenom transakcijom“, tada takav klijent ostaje i dalje kao kvalificirani ulagatelj (light touch regime).³⁸

Drugom skupinom obuhvaćene su pravne osobe koje, u odnosu na prethodnu poslovnu godinu, zadovoljavaju najmanje dva od tri navedena uvjeta. Prvi je kriterij iznos ukupne aktive od najmanje 150.000.000 kn, drugi iznos neto prihoda koji mora biti najmanje 300.000.000 kuna, te treći iznos kapitala od najmanje 15.000.000 kn.

U trećoj se skupini nalaze nacionalne i regionalne vlade, javna tijela za upravljanje javnim dugom, središnje banke, međunarodne i nadnacionalne institucije kao što su Svjetska banka, Međunarodni monetarni fond, Europska središnja banka, Europska investicijska banka i slične međunarodne organizacije. Ovi se subjekti smatraju također kvalificiranim ulagateljima.

U četvrtoj se skupni nalaze ostali institucionalni ulagatelji čija je glavna aktivnost investiranje u financijske instrumente, a koji ne podliježu obvezi odobrenja ili nadzora za djelovanje na financijskom tržištu od strane nadležnog tijela, uključujući i subjekte osnovane u svrhu sekuritizacije imovine.³⁹

Specifičnost je uređenja da *profesionalni ulagatelj može zatražiti viši nivo zaštite koja pripada malim ulagateljima*, pri čemu mu je investicijsko društvo dužno omogućiti takav tretman, (tzv. *moving between categories*). Pri tom, ako je neki subjekt od ranije klijent investicijskog društva, a udovoljava uvjetima profesionalnog ulagatelja, investicijsko društvo ga je dužno obavijestiti da će se, na temelju podataka dostupnih o njemu, prema njemu postupati kao prema profesionalnom ulagatelju.

37 Vidi komentar MiFID uređenja: *Implementing MiFID's Client Categorisation requirements*, Cit: „For example, in our view it would be possible for an investment firm to agree with an ECP that, in respect of such business with that ECP, only the obligations under Article 21 (best execution) would be ‘switched off’, with the effect that the firm would comply with (and the ECP would have the benefit of the protections in) Articles 19 and 22(1). This would offer investment firms considerable flexibility in dealing with eligible counterparties. As ECPs are to be treated as clients under MiFID where they fall within the definition of a client (i.e. where they receive an investment or ancillary service), so the other MiFID obligations attaching to clients would continue to apply – for example, those concerning record keeping, client assets and conflicts of interest.“ August 2006, http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/mifid_classification.pdf.

38 http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/mifid_classification.pdf.

39 Radi se o transakcijama kod kojih se tražbine banaka iz, primjerice, hipotekarnih kredita utjelovljuju u vrijednosni papir koji onda služi kao podloga banci za dobijanje novog kredita. O refinanciranju hipotekarnih kredita s aspekta njemačkog prava u nas vidi: JOSIPOVIĆ, T. *Njemački model refinanciranja hipotekarnih kredita izdavanjem vrijednosnih papira s pokrićem u hipotekarnim tražbinama*, Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu, 56, Spomenica prof. Barbić, Posebni broj 2006, str. 281-314.

Također ga mora obavijestiti o mogućnosti da zahtijeva veći stupanj zaštite. Ako klijent, koji se smatra profesionalnim ulagateljem, sklopi s investicijskim društvom ugovor na temelju kojeg neće biti tretiran kao profesionalni ulagatelj u smislu pravila poslovnog ponašanja, investicijsko društvo mu je dužno pružiti onu razinu zaštite koju pruža malim ulagateljima. Taj ugovor treba biti u pisanom obliku i u njemu je potrebno naznačiti odnosi li se tretman malog ulagatelja samo na jednu ili više usluga ili transakcija. Naše pravo ne poznaje mogućnost da profesionalni ulagatelji budu tretirani kao kvalificirani ulagatelji, iako to MiFID poznaje. To je opcija u implementaciji smjernice koju mogu iskoristiti države članice.

S druge strane, pojedini mali klijenti investicijskih društava mogu *na vlastiti zahtjev biti tretirani kao profesionalni ulagatelji*. Ta mogućnost postoji samo za neke klijente koji ispunjavaju kriterije propisane čl. 63. ZTK-a. Osim što moraju postaviti vlastiti zahtjev da bi bili tretirani kao profesionalni ulagatelji, investicijsko društvo mora izvršiti dodatnu procjenu o tomu, ali temeljem određenih kriterija. Investicijsko društvo *ne može za klijenta pretpostaviti* da isti posjeduje stručno znanje i iskustvo, već za to trebaju biti ispunjena *najmanje dva od tri ponuđena kriterija*. *Prvi kriterij* je da je klijent na tržištu kapitala koje je mjerodavno za odnosno investicijsko društvo, (dakle hrvatsko tržište kapitala) izvršio prosječno 10 transakcija značajne vrijednosti, unutar svakog tromjesečja, unatrag godine dana. *Drugi kriterij* je da veličina klijentovog portfelja financijskih instrumenata⁴⁰ prelazi 4.000.000 kn, a *treći* da je radio ili radi u financijskom sektoru najmanje godinu dana na poslovima koji zahtijevaju znanje o planiranim transakcijama ili uslugama.

Naprijed navedeni klijenti mogu se *odreći višeg stupnja zaštite* samo u određenom postupku. Oni moraju pismeno zatražiti da ih se tretira kao profesionalne ulagatelje. Mogu zahtijevati to općenito ili u odnosu na neku posebnu investicijsku uslugu, transakciju, vrstu transakcije ili proizvod. Zatim, investicijsko društvo dužno ih je pismeno upozoriti koju razinu zaštite mogu izgubiti, nakon čega oni moraju u posebnom dokumentu odvojenom od ugovora, pismeno potvrditi da su svjesni posljedica gubitka razine zaštite. S druge strane, investicijsko društvo je dužno prije odluke o prihvatanju zahtjeva za odricanje od više razine zaštite koja proizlazi iz pravila poslovnog ponašanja poduzeti sve razumne korake kako bi utvrdilo udovoljava li klijent dvama od tri naprijed navedenih zahtjeva.

Svi ostali ulagatelji smatraju se malim ulagateljima i prema njima se primjenjuje stroži zaštitni režim. Najčešće se misli na fizičke osobe. Prije nego što takvim osobama pruže investicijsku uslugu, investicijska društva su obvezna sklopiti s njima *ugovor u pisanom obliku i na trajnom mediju*. Malim ulagateljima pripada najviša razina zaštite prije i poslije ulaganja te primaju najveći broj informacija od investicijskog društva tijekom cijelog investicijskog procesa. Prije ulaganja, nakon što investicijsko društvo klijenta klasificira kao malog ulagatelja, ono ujedno traži od njega određene informacije ovisno o usluzi koja je predmet ugovora. Nakon što klijent primi informacije, donosi informiranu odluku o određenom ulaganju. Tijekom

40 Portfelj financijskih instrumenata iz stavka 3. točke 2. podrazumijeva i novčana sredstava i financijske instrumente.

ulaganja investicijsko društvo provodi nalog na način da se za klijenta postigne najpovoljniji ishod. Pritom mora potvrditi provedbu naloga i dostaviti izvješća o provedenim uslugama. Izvješćivanje malih klijenata je najobimnije te obuhvaća informacije o financijskim instrumentima, podatke o cijenama i izdacima, podatke u svezi s izvršavanjem naloga i sl.

5. Uvjeti poslovanja i različiti opseg zaštite klijenata

Kao rezultat implementacije MiFID-a, uvodi se čitav niz novih pravila poslovanja investicijskih društava, kojima se povisuju standardi za pružanje usluga. MiFID postavlja tri načela kojih su se investicijska društva dužna pridržavati u svom poslovanju.⁴¹ Prvo je načelo poštenog, pravednog i profesionalnog postupanja, u najboljem interesu klijenta s obzirom na činjenicu da su investicijska društva u nadređenom položaju. Drugo načelo zahtijeva od investicijskog društva pružiti klijentu sve potrebne informacije, na razumljiv i nezavaravajući način kako bi klijenti mogli donijeti odluku utemeljenu na informacijama koje su točne nepristrane i istinite. Treće načelo traži da se prilikom pružanja usluga uzmu u obzir okolnosti koje su posebne za svakog klijenta budući da svaki klijent ima svoje potrebe i investicijski profil koji mora biti usklađen s ulaganjem. Osim što su načela MiFID-a inkorporirana u ZTK, njima se bavi i *Pravilnik o obvezama ponašanja investicijskih društava prilikom pružanja usluga klijentima*.⁴² Upravo zbog toga da bi se učinkovito moglo implementirati načelo postupanja u najboljem interesu klijenta, oni se razvrstavaju u različite kategorije. Količina pruženih informacija, upotreba trajnog medija pri pružanju informacija, dužnost izvješćivanja klijenata samo su neka od operativnih pravila koja su u funkciji postupanja u najboljem interesu klijenta.⁴³ Hrvatsko tržište kapitala do sada nije poznavalo takvu razinu zaštite. Da bi investicijska društva uskladila svoje djelovanje s novim regulatornim okvirom, morat će funkcionirati na višem organizacijskom nivou, koji pretpostavlja izmjenu postojeće poslovne politike. U toj novoj poslovnoj politici investicijskih društava osnovne obveze prilikom poslovanja, odnosno pružanja usluga klijentima bit će njihovo razvrstavanje, procjenjivanje prikladnosti usluga i najpovoljnije izvršavanje naloga.⁴⁴

41 *Novo tržište kapitala*, Hanfa, 2008., str. 22.

42 *Pravilnik o obvezama ponašanja investicijskih društava prilikom pružanja usluga klijentima*, NN, br. 5/09; dostupno i na <http://www.hanfa.hr/uploads/1-09-7.pdf>

43 *Loc. cit.*

44 RADOVANIĆ, D. / HREŠIĆ, M. *Uz novi Zakon o tržištu kapitala*, Financije i pravo, Zagreb, 2008., 12., str. 14. Vidi i ostale radove o ZTK: MIJATOVIĆ, N. *Osnovne odrednice Zakona o tržištu kapitala*, Hrvatska pravna revija, Zagreb, 2009., 12. TOOTH, K. *Pravila poslovnog ponašanja prilikom pružanja investicijskih usluga*, Računovodstvo i financije, Zagreb, 2009, 1., str. 191.

5.1. Opća pravila poslovnog ponašanja prilikom pružanja usluga

Krovno načelo prilikom pružanja usluga klijentima investicijskih društava je *sprječavanje sukoba interesa*. Ističe se da je identifikacija, prevencija upravljanje i razotkrivanje sukoba interesa u investicijskom društvu jedna od najvećih promjena koje uvodi MiFID.⁴⁵ Sukob interesa može postojati između investicijskog društva (odnosno osoba koje vode poslovanje investicijskog društva, zaposlenika, vezanih zastupnika i drugih izravno ili neizravno povezanih osoba) i klijenata, ali i između interesa klijenata investicijskog društva međusobno.⁴⁶

Razlog uvođenja pravila i mjera za sprječavanje sukoba interesa leži u samoj prirodi poslovanja investicijskih društava. Pružanjem i obavljanjem većeg broja investicijskih usluga i aktivnosti te pomoćnih usluga povećava se mogućnost sukoba interesa između različitih aktivnosti investicijskog društva i interesa klijenata. Kada se primjenom određenih postupaka unutar investicijskog društva ne može izbjeći sukob interesa (pravila o izbjegavanju sukoba interesa), tada je ono obvezno klijentima na jasan način objasniti prirodu i izvore sukoba, i to prije pružanja usluga. Stoga je investicijsko društvo dužno provoditi učinkovite organizacijske i administrativne mjere i postupke s ciljem sprječavanja sukoba interesa.⁴⁷

Mjere i postupci prvenstveno se odnose na nemogućnost razmjene podataka između relevantnih osoba koje su uključene u poslovne aktivnosti koje uključuju sukob interesa. Komentatori MiFID-a upozoravaju na snažnu interakciju ovih pravila s mjerodavnim materijalnim pravom koje uređuje dotičnu uslugu, što nije obuhvaćeno MiFID-om.⁴⁸ Primjerice, nastoji se onemogućiti razmjena podataka između dva brokera zaposlenih u investicijskom društvu koji upravljaju portfeljem dvaju klijenata između kojih postoji sukob interesa. Te je osobe potrebno odvojeno

45 FERRARINI, G. *Contract Standards and the Markets in Financial Instruments Directive*, 1 European Review of Contract Law, 2005, str. 19. Autor ističe da je stari ISD režim to tretirao kao pitanje načina poslovanja, dok MiFID to tretira kao pitanje organizacije. Vidi još: KRUITHOF, M. *Conflicts of Interest in Institutional Asset Management: Is the EU regulatory Approach Adequate?* Gent Financial Law Institute, WP no 2005/7. dostupno na: <http://www.law.ugent.be/fli/WP> i WYMEERSCH, E. *Conflict of Interest – Especially in Asset Management*, Gent Financial Law Institute, WP no 2006/14. dostupno na: <http://www.law.ugent.be/fli/WP>

46 Čl. 53. ZTK.

47 To je sve propisano Pravilnikom o organizacijskim zahtjevima za pružanje investicijskih usluga i obavljanje investicijskih aktivnosti i pomoćnih usluga (u daljnjem tekstu: Pravilnik o organizacijskim zahtjevima), NN 5/09. Radi se o vrlo raznorodnim mjerama koje se popularno nazivaju kineskim zidom. MiFID ne zabranjuje sukob interesa, on samo nameće način na koji ga se identificira i kako se njime upravlja. Kineski zid kontrolira tijek informacija, ne sprječava nastanak sukoba interesa. Vidi ENRIQUES, L. *Conflict of Interest in Investment Services: The price and Uncertain Impact of MiFID Regulatory Framework*, u FERRARINI, G. / WYMEERSCH, E. *Investor Protection in Europe, Corporate law Making, the MiFID and Beyond* (2006), str. 321, 331-334.

48 Vidi MÜLBERT, P. *The Eclipse of Contract law in the Investment Firm – Client Relationship: The Impact of MiFID on the law of Contract from a German Perspective*, u: FERRARINI, G. / WYMEERSCH, E. *Investor Protection in Europe, Corporate law Making, the MiFID and Beyond* (2006), str. 299.

nadzirati unutar investicijskog društva, kao i ukloniti svaku njihovu neposrednu povezanost (radno mjesto na odvojenim lokacijama - katovima) i sl. Srž mjera, kojima se prevenira sukob interesa, odnosno kojima se njime upravlja obuhvaćaju dakle fizičko odjeljivanje osoba, odvojeni nadzor od strane zaposlenika koji imaju funkciju *compliance officer*a, disciplinatorne mjere i sl.⁴⁹ Po potrebi investicijsko društvo može uvesti i dodatne mjere. Ako niti one nisu prikladne, investicijsko društvo dužno je objelodaniti klijentu okolnost da se nalazi u sukobu interesa i to prije pružanja usluge i na trajnom mediju.⁵⁰ Postoji i obveza čuvanja podataka o sukobu interesa.⁵¹

*Druga bitna obveza je obveza čuvanja poslovne tajne.*⁵² Članovi uprave i nadzornog odbora ili upravnog odbora investicijskog društva, brokeri, investicijski savjetnici, ostali zaposlenici investicijskog društva i vezani zastupnici dužni su čuvati podatke o klijentima, o stanju i prometu na računima klijenata, uslugama koje pružaju klijentima, kao i druge podatke i činjenice za koje saznaju u svezi s pružanjem investicijskih usluga i obavljanjem investicijskih aktivnosti i kada je primjereno, pomoćnih usluga. Ovi se podaci smatraju poslovnom tajnom, a navedene osobe ne smiju ih koristiti, odavati trećima, niti omogućavati trećima njihovo korištenje. U slučaju kada podatke zahtijevaju Agencija, burza, pravosudna i upravna tijela ili kada njihovo objavljivanje odobri klijent, tada oni nisu poslovna tajna i mogu se objaviti.

Treća skupina obveza pojavljuje se u svezi s davanjem informacija klijentima. One moraju biti jasne i nedvojbene i u odnosu na sadržaj, i na način na koji su predstavljene. Ponekad se traži da budu dane na trajnom mediju. U pravilu bi trebale biti na papiru, ali ako je klijent dao investicijskom društvu valjanu adresu svoje elektroničke pošte i ako je odabrao takav način dostave podataka tada se takav trajni medij smatra dostatnim.⁵³ Informacije koje se daju u *svrhu promidžbe* moraju biti predstavljene na način da je nedvojbeno njihova priroda i namjena. *Ugovor s malim ulagateljima* mora biti u pisanom obliku. Investicijsko društvo prilikom pružanja usluga mora pružiti opće *informacije o sebi, kao i o uslugama koje ono pruža*. To obuhvaća i davanje informacija *o rizicima* koji su povezani s ulaganjima u pojedine financijske instrumente. Takve informacije uključuju na primjer, osim opisa rizika

49 Naročita pozornost se posvećuje utjecaju koji način može način nagrađivanja generirati sukob interesa (*remuneration structures*). Kako bi se uklonili poticaji koji bi mogli dovesti do sukoba interesa, potrebno je ukloniti bilo kakvu izravnu vezu između nagrađivanja određenih osoba angažiranih za izvršenje jedne investicijske usluge od nagrađivanja drugih osoba angažiranih za drugu investicijsku uslugu, ako pri obavljanju tih usluga postoji mogućnost nastanka sukoba interesa. Vidi BAHAR, R. / THÉVENOZ, L. *Conflict of Interest: Disclosure Incentives and the Market*, u BAHAR, R. / THÉVENOZ, L. (ur.) *Conflict of Interests: Corporate Governance & Financial Markets*, Kluwer law International, 2007, str. 8-10. Također se uspostavljaju mjere koje imaju zadatak da onemoguće ili ograniče bilo koju osobu u pokušaju vršenja neprimjerenog utjecaja (*inappropriate influence*) na osobu koja obavlja investicijsku uslugu unutar društva. O tome vidi MOLONEY, N. *EC Securities Regulation*, 2nd ed. Oxford University Press 2008. str. 514.

50 Čl.29. Pravilnika o organizacijskim zahtjevima

51 Čl.30. Pravilnika o organizacijskim zahtjevima

52 Općenito o poslovnoj tajni MILADIN, P. *Kritika zakonskog uređenja instituta poslovne tajne*, ZPFZ, br. 3/2000., str. 335-358.

53 Čl. 56. st. 3. ZTK.

koji je povezan s ulaganjem, i naznaku mogućnosti fluktuiranja cijena / vrijednosti financijskog instrumenta. Količina informacija ovisit će o vrsti instrumenta, njegovoj kompleksnosti i rizicima. Isto vrijedi za strategije ulaganja, određene transakcije se mogu poduzimati s ciljem zaštite portfelja od gubitka njegove vrijednosti uslijed nepovoljnih kretanja na tržištu. Ista strategija ulaganja može imati spekulativni cilj, cilj visoke zarade, ali i visokog potencijalnog (*hedging, short sales*). Ako se radi o uslugama izvršenja naloga uobičajeno je navesti mjesta na kojem se oni izvršavaju (burza ili MTP). Sve se ove informacije mogu dati u *standardiziranom obliku*. Moraju se navesti i *informacije o troškovima* (izravni troškovi, neizravni troškovi, provizija). Kada nije moguće izraziti točan iznos troškova potrebno je na jasan način pružiti dovoljno informacija o konačnom mogućem iznosu za klijenta.

5.2. Posebna pravila poslovnog ponašanja prilikom pružanja (pojedinih) usluga

Posebna pravila poslovnog ponašanja variraju ovisno o tomu pruža li društvo uslugu koja u sebi sadrže savjetodavnu komponentu ili ne. Tako su ZTK-om razrađene obveze kojih se društvo treba pridržavati kada pruža uslugu investicijskog savjetovanja ili upravljanja portfeljem (čl. 68. ZTK), uslugu zaprimanja i prijenosa naloga i/ili izvršavanja naloga u ime klijenta (čl. 71. ZTK) te prilikom pružanja ostalih usluga (čl. 69. ZTK).

5.2.1. Zaprimanje i prijenos i/ ili izvršavanje naloga u ime klijenta

Nalog može biti kupovni ili prodajni. Ako se odnosi na kupnju ili prodaju jednostavnog financijskog instrumenta,⁵⁴ tada investicijsko društvo nije dužno prije sklapanja ugovora obaviti *test prikladnosti*.⁵⁵ Pored toga, inicijativa za pružanje usluge mora doći od klijenta koji mora biti jasno upozoren da investicijsko društvo ne provodi test prikladnosti. Uz to ne smije postojati sukob interesa.⁵⁶ Dok se prema ZTVP-u smatralo da je nalog prihvaćen njegovim upisom u knjigu naloga, dakle društvo je moralo upisati nalog prije nego što bi se smatrao prihvaćenim, prema ZTK, ako investicijsko društvo ne odbije izvršenje naloga, smatra se da je prihvatilo nalog protekom roka za slanje obavijesti o odbijanju naloga klijenta.⁵⁷ Zakon također uvodi pojam limitiranog naloga.⁵⁸ Limitirani nalog označava nalog za kupnju ili prodaju

54 Čl. 71. st. 1. t. 1. ZTK jednostavnim financijskim instrumentima smatra: dionice uvrštene za trgovanje na uređenom tržištu ili na istovjetnom tržištu treće države, instrumente novčanog tržišta, obveznice ili druge oblike sekuritiziranog duga, osim onih obveznica ili drugih oblika sekuritiziranog duga u koje su ugrađene izvedenice, udjele u otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom ili ostale jednostavne financijske instrumente.

55 Vidi pod točkom 4.2. rada.

56 Čl. 71. st. 1. t. 2. i 3. ZTK.

57 O tome MADIR, J. *Pravne novele na hrvatskom tržištu kapitala*, Informator, Zagreb, 2009., br. 5757, str. 6.

58 Čl. 83. ZTK.

određene količine financijskih instrumenata po cijeni navedenoj u nalogu ili po cijeni koja je za klijenta povoljnija. Ovdje je klijentima presudna cijena koju postižu na tržištu, pa ako se nalog prema prevladavajućim uvjetima na tržištu, ne može odmah izvršiti, investicijsko društvo je dužno poduzeti mjere koje omogućavaju najbrže moguće izvršenje takvog naloga, osim ako klijent nije dao izričito drukčiju uputu.

Pri izvršavanju naloga, investicijska društva trebaju poduzeti sve razumne korake za postizanje najpovoljnijeg ishoda za svoje klijente prema načelu *best execution* koje proizlazi iz MiFID-a. ZTK poznaje nova mjesta trgovanja. Tako će, osim na burzi, biti moguće trgovati i multilateralnom platformom i sistemskim internalizatorom.⁵⁹ Investicijska će društva tako trgujući na više mjesta tražiti mjesto najboljeg izvršenja naloga za klijente. Pri tom će morati uzeti u obzir sljedeće elemente relevantne za izvršenje naloga: *cijenu, troškove, brzinu, vjerojatnost izvršenja, vjerojatnost namire, veličinu i vrstu naloga* te sve druge okolnosti relevantne za izvršenje naloga.⁶⁰

Najvažniji faktori predstavljeni su cijenom i ukupnim troškovima transakcije koji obuhvaćaju cijenu financijskog instrumenta i sve troškove izravno povezane s izvršenjem naloga. Troškovi uključuju proviziju mjesta trgovanja, proviziju poravnanja i namire transakcije i sve ostale naknade koje se plaćaju trećim osobama uključenim u izvršenje naloga. Kako bi se postiglo najpovoljnije izvršavanje naloga klijenata, investicijsko društvo je dužno donijeti i primjenjivati politiku izvršavanja naloga, koju je obvezno prema Pravilniku o obvezama investicijskog društva u svezi s izvršavanjem naloga klijenata, jednom godišnje revidirati.⁶¹ Politika izvršavanja naloga mora, za svaku pojedinu vrstu financijskog instrumenta, uključivati podatke o različitim mjestima na kojima investicijsko društvo izvršava naloge klijenata i elemente koji utječu na izbor mjesta izvršenja. Također, investicijsko društvo mora od klijenta ishoditi prethodnu suglasnost na politiku izvršavanja te im pružiti informacije na koji se način za njih postiže najpovoljniji ishod, i to prije izvršenja naloga.

Najpovoljnije izvršavanje naloga je pravni standard koji se može vrlo različito tumačiti. Postoje kriteriji, koji se moraju uzeti u obzir, ali njihov relativan značaj nije unaprijed određen. Prilikom izvršavanja naloga malog ulagatelja, postizanje najpovoljnijeg ishoda utvrđuje se u odnosu na ukupne troškova transakcije, no ostaje otvoreno pitanje utvrđivanja relativne važnosti faktora troškova u odnosu na npr. brzinu i vjerojatnost izvršenja, veličinu i vrstu naloga koji su također relevantne okolnosti pri izvršenju. Što se tiče politike izvršavanja naloga, koju mora izraditi i godišnje revidirati svako investicijsko društvo, na tržištu ne postoje standardizirani oblici te politike. Može se očekivati da će društva koristiti međusobno različitu terminologiju i oblike politike, te je upitno do koje će mjere ulagatelji moći usporediti politike izvršavanja naloga različitih društava, a to predstavlja bit odabira neke ponude.⁶²

59 MADIR, J. op. cit., str. 6.

60 Čl. 86. ZTK.

61 Vidi čl. 5. Pravilnik o obvezama investicijskog društva u svezi izvršavanja naloga klijenata, NN br. 05/09.

62 MADIR, J., op. cit., str. 7.

5. 2. 2. Investicijsko savjetovanje i upravljanje portfeljem

Investicijsko savjetovanje i upravljanje portfeljem vrijednosnih papira predstavljaju usluge koje su povezane sa savjetovanjem klijenata u odabiru ili izvršenju određenih usluga ili aktivnosti. Pri pružanju tih usluga investicijsko društvo mora prikupiti podatke o znanju i iskustvu klijenta ili potencijalnog klijenta na području investicija, koji su dostatni da bi društvo moglo preporučiti za njih primjerene investicijske usluge i financijske instrumente. Podaci o znanju i iskustvu klijenta prikupljaju se *Testom primjerenosti (suitability test)*. To se još naziva testom poznavanja svog klijenta - *know your customer test*.

Test primjerenosti se sastoji od nekoliko grupa pitanja. *Prva grupa* se odnosi na znanje i iskustvo klijenata. Ispituje se koje vrste usluga i financijske instrumente klijent poznaje, u kojoj je mjeri sklapao prijašnje transakcije i kakva je bila njihova narav, te koji stupanj obrazovanja ima, odnosno koja mu je profesija. *Druga grupa* pitanja se odnosi na financijsku situaciju. Pitanja su to o izvoru i visini stalnih primanja, imovini, nekretninama i drugim financijskim obvezama. *Treća grupa* pitanja se odnosi na investicijske ciljeve. Ispituje se vremensko razdoblje ulaganja, koliko je spreman klijent riskirati, želi li ulagati radi zarade ili očuvanja kapitala. Ukoliko društvo nije došlo, ili ne može doći do potrebitih informacija, kako bi utvrdilo primjerenost nekog oblika ulaganja, tada ne može niti dati preporuku.

Klijent investicijskog društva mora moći donijeti utemeljenu odluku o ulaganju i prilikom pružanja usluge *upravljanja portfeljem vrijednosnih papira*. Prema čl. 9. Pravilnika o obvezama poslovnog ponašanja investicijskog društva prilikom pružanja usluga klijentima,⁶³ investicijsko društvo, koje pruža uslugu upravljanja portfeljem, dužno je utvrditi odgovarajući način vrednovanja i usporedbe, u smislu značajne referentne veličine, utemeljen na ulagačkim ciljevima klijenta i vrstama financijskih instrumenata, koji čine portfelj klijenta, što će klijentu, kojem se pruža usluga, omogućiti procjenu prinosa i učinkovitosti investicijskog društva.

Kada investicijsko društvo malom ili potencijalnom malom ulagatelju nudi uslugu upravljanja portfeljem, dužno mu je osim ovih podataka pružiti i podatke o *načinu i učestalosti vrednovanja* financijskih instrumenata u portfelju klijenta, o *svakom prijenosu upravljanja* nad svim ili dijelom financijskih instrumenata ili novčanih sredstava iz portfelja klijenta, *svakoj referentnoj veličini* s kojom će se prinos portfelja klijenta uspoređivati, o *vrstama financijskih instrumenata* koji mogu biti uključeni u portfelj klijenta i vrste transakcija koje se mogu s njima izvršiti, uključujući sva ograničenja, o *ciljevima upravljanja portfeljem*, stupnju rizika koji proizlazi iz diskrecijske odluke o upravljanju portfeljem, te o svim ograničenjima u svezi s navedenim diskrecijskim odlukama.

4.2.3. Ostale investicijske usluge

U slučajevima, kada investicijska društva pružaju usluge, koje nisu vezane uz savjetovanje, npr. prilikom kupnja ili prodaja financijskih instrumenata dužna su

63 NN br. 5/09.

primijeniti zaštitu klijenata u vidu *Testa prikladnosti* (*appropriateness test*).

Test prikladnosti je usmjeren na zaštitu onih koji možda ne razumiju ili nisu svjesni implikacija i stupnja rizika koji je povezan s transakcijom, osobito kada su financijski instrumenti kompleksni ili kada klijent nije preuzeo inicijativu za poduzimanje transakcije. Kompleksni instrumenti predstavljaju izvedenice, kao što su opcije (*options*), budućnosnice (*futures*), zamjene (*swaps*). U okviru Testa prikladnosti klijenta postavljaju se pitanja o investicijskom znanju i iskustvu, pri čemu ako društvo ocijeni da klijent raspolaže potrebnim znanjem i iskustvom kako bi mogao shvatiti sve rizike koji su povezani s ulaganjem tada će ono provesti transakciju. Ako društvo, međutim, zaključi da klijent nema potrebno znanje i iskustvo ili nije dao dovoljno informacija da bi ono to moglo zaključiti, tada će dobiti upozorenje u okviru kojeg se smatra kako transakcija nije za klijenta prikladna ili da pružene informacije nisu dovoljne kako bi društvo moglo utvrditi takvu prikladnost. Ukoliko međutim, ustraje pri svojoj odluci da se takva transakcija provede, tada mora preuzeti rizik. Kao što je ranije napomenuto, test prikladnosti se ne primjenjuje u slučaju transakcija u kojima se ne pružaju savjeti.

6. Kakav utjecaj imaju nova pravila postupanja investicijskih društava prema klijentima na nastanak sporova ?

Standardi postupanja uvedeni ZTK-om postavljaju pred investicijska društva visoke organizacijske i poslovne zahtjeve. Osim što moraju razvrstavati klijente, investicijska društva različito postupaju prema istoj kategoriji ulagatelja ovisno o tomu koju im uslugu pružaju. Ionako složenu situaciju dodatno otežava činjenica da razvrstavanje klijenata nije fiksno, odnosno da postoji mogućnost da se klijenti kreću iz jedne kategorije u drugu temeljem svog zahtjeva (*opting up and opting down*). Osim što je prije pružanja neke investicijske usluge najčešće potrebno provesti test primjerenosti, odnosno prikladnosti, iako je već provedeno razvrstavanje, pri samoj provedbi transakcije treba voditi računa o kriteriju najboljeg izvršenja (*best execution basis*). Taj pravni standard ima svoje zakonom propisane elemente (mjesto, vrijeme, cijena itd) koje je potrebno naznačiti politici izvršavanja naloga. To je dokument investicijskog društva koju je ono dužno donijeti za svaku vrstu financijskog instrumenta. Kako pondere pojedinih elemenata, koji ulaze u procjenu najboljeg izvršenja određuje samo društvo, klijent investicijskog društva često neće biti u mogućnosti usporediti ponude dvaju investicijskih društava, jer se njihove politike izvršavanja naloga mogu razlikovati. Također, treba uzeti u obzir je li procjena da je nalog izvršen po kriteriju najpovoljnijih uvjeta za klijenta dodatno otežana time što je napušteno načelo koncentracije koje je zahtijevalo da se svi nalozi izlože na trgovinskom sustavu burze. Sada u novom regulatornom okruženju nalozi se mogu izvršavati na burzi, MTP-u, sistematskim internalizatorom te održavateljem tržišta.⁶⁴ Sve to klijentu otežava evaluaciju je li društvo doista postupilo u njegovom najboljem

interesu, već se mora vjerovati postupku kojeg mu je zakonodavac propisao. Izlaz se nalazi jedino u davanju limitiranog naloga, kod koji se izvršava na burzi ili MTP-u.

Standardi postupanja brokerskog društva značajno pooštreni i samom sklapanju ugovora prethodi intenzivna razmjena informacija između investicijskog društva i njegovog klijenta. Na prvi pogled ona (pretjerano) štiti ulagatelja od preuzimanja investicijskog rizika koji za njega nije primjeren. Međutim, tim odredbama se po mišljenju autorice bolje štiti investicijsko društvo, jer ono primjenjujući odgovarajuće postupke i metode prije, tijekom (i nakon) procesa investiranja smanjuje svoju odgovornost za ispunjenje, zahtijevajući od klijenta suglasnost na svaku važniju odluku. Tomu i služi izrada politike izvršenja naloga na koju klijent daje svoju suglasnost. Za razliku od prethodnog uređenja, koje je propisivalo da se nalozi izvršavaju redosljedom kojim su zaprimljeni, te da nalog mora biti upisan u knjigu naloga da bi se smatrao zaprimljenim, novi zakon tu nije prema mišljenju autorice u dovoljnoj mjeri precizan (kada je zaprimljen u sjedištu investicijskog društva ili podružnice koja izvršava naloge)⁶⁵. Ipak, ako investicijsko društvo ovlasti vezanog zastupnika, ono je u cijelosti odgovorno za njegovo postupanje, tj. za sve radnje i postupke kada on djeluje u ime investicijskog društva.

S obzirom na to da ZTK ima zahvaljujući MiFID-u obilježja pretjeranog normativizma, povrede do kojih može doći u investicijskom procesu, po mišljenju autorice, manje će biti vezane uz način obavljanja investicijskih usluga, jer je on u pojedinostima propisan, već u većoj mjeri u propustu investicijskog društva da spriječi, odnosno razotkrije sukob interesa. Glede mogućnosti odavanja poslovne tajne, poštivanje poslovne etike u financijskim krugovima je uvjet egzistencije onih koji pružaju investicijske usluge, stoga se takva anomalija može očekivati znatno rjeđe. Iako je investicijsko društvo dužno provesti određene mjere i postupke, koje imaju zadatak spriječiti pojavu sukoba interesa, moguće je da bez obzira na to, da se neke okolnosti previde, te da nezadovoljni klijenti kasnije tužbom zahtijevaju naknadu štete koja im je nastala od strane investicijskog društva zbog povrede pravila o izbjegavanju i sprječavanju sukoba interesa. Također s obzirom na to da je ultimativna mjera razotkrivanje sukoba interesa, moguće je da društvo propusti razotkriti sukob interesa. Treba nadalje uzeti u obzir, da zbog učestalosti razmjene informacija između klijenta i investicijskog društva pritom dođe do nekakvog propusta.

Osobiti stupanj brižljivosti se zahtijeva i prilikom uzimanja podataka od klijenta. Investicijsko društvo u pravilu te podatke može smatrati vjerodostojnima, ali nije isključeno da mu se nevjerodostojnost podataka pripiše u krivnju „ako mu je na temelju svih okolnosti trebalo biti poznato da su podaci zastarjeli netočni ili nepotpuni“.⁶⁶ Ako je klijent dao nevjerodostojne podatke iz kojih društvo nije moglo iščitati da se, primjerice, nalazi u sukobu interesa, to ga ne oslobađa odgovornosti ako mu je trebalo biti poznato da je klijent dao zastarjele ili netočne podatke.

⁶⁵ Čl. 79. st. 4. ZTK.

⁶⁶ Podaci koje dobiva društvo od klijenata prilikom obavljanja savjetodavnih i svih ostalih investicijskih usluga (čl. 70. u svezi s čl. 68. i 69. ZTK)

7. Klausule o rješavanju sporova između investicijskih društava i njihovih klijenata u općim uvjetima poslovanja i drugim internim aktima

S ciljem utvrđivanja na koji način investicijska društva pristupaju rješavanju mogućih sporova s klijentima izvršen je uvid u desetak općih uvjeta poslovanja investicijskih društava. Većina odredbi općih uvjeta poslovanja predviđa da će ugovorne strane pokušati eventualne sporove riješiti sporazumno, a u protivnom, ugovaraju nadležnost stvarno nadležnog suda u sjedištu investicijskog društva.

Pored toga, investicijska društva su u svojim općim uvjetima poslovanja uvrstila odredbe kojima se želi izbjeći parničenje. To je, primjerice, odredba o pravu klijenta na podnošenje pritužbi investicijskom društvu na rad društva ili zaposlenika. Ta obveza za investicijska društva proizlazi iz čl. 11. Pravilnika o organizacijskim zahtjevima za pružanje investicijskih usluga i obavljanje investicijskih aktivnosti i pomoćnih usluga⁶⁷. Osim što su neke odredbe načinu rješavanja pritužbi klijenata inkorporirane u njihovim općim uvjetima poslovanja, sva investicijska društva moraju imati i Pravilnik o postupanju po pritužbama klijenata.⁶⁸ Takve je pritužbe moguće podnositi i Internetom, na dostupnim obrascima. Time se postiglo da ulagatelj unaprijed zna kako će se postupati po njegovoj pritužbi, no i dalje ostaje otvoreno pitanje hoće li investicijsko društvo sankcionirati nastalu povredu i hoće li klijent time biti zadovoljan.

Također, investicijska društva često unose odredbu u opće uvjete poslovanja o pokušaju mirnog rješavanja sporova prije no što se stranka odluči na pravosudnu zaštitu. No, ne predviđa se mirenje kao postupak koji će se voditi pred nekim miriteljem ili institucijom, niti prava i obveze stranaka u mirenju. Isto tako, (bezuspješna) provedba mirenja nije uvjet za pokretanje parnice. Nedostatak ovih elemenata upućuje na zaključak da je mirenje fakultativno i neformalno, te je ono, pretpostavljamo, samo ukras klauzule o rješavanju sporova.

Opći uvjeti poslovanja niti jednog od investicijskih društava ne predviđaju mogućnost rješavanja sporova pred arbitražom, iako bi po mišljenju autorice, ona bila daleko najprikladniji medij za rješavanje sporova zbog svoje stručnosti i relativne brzine.

67 NN br. 5/2009.

68 Vidi primjerice takav pravilnik investicijskog društva Credos. https://www.credos.hr/etrgovanje/hr/doc/pritužba_pravilnik.pdf.

8. Stvarna nadležnost za rješavanje sporova prema odredbama Zakona o parničnom postupku

Iako opći uvjeti poslovanja rješavaju pitanje mjesne nadležnosti ugovarajući pritom mjesnu nadležnost stvarno nadležnog suda u sjedištu investicijskog društva, time nije riješen problem stvarne nadležnosti. Kao stvarno nadležni sudovi u rješavanju sporova između ulagatelja i investicijskih društava mogu se, ovisno o okolnostima pojaviti općinski i trgovački sudovi.

Ako je klijent investicijskog društva pravna osoba, spor će se rješavati pred trgovačkim sudom, jer je prema čl. 34.b. st. 1. ZPP-a, trgovački sud nadležan u sporovima *između pravnih osoba, u sporovima između pravnih osoba i obrtnika, uključujući i trgovce pojedince; u sporovima između obrtnika uključujući i sporove između trgovaca pojedinaca, ako se radi o sporu u vezi s njihovom djelatnošću.* Trgovački sud neće biti u tim sporovima stvarno nadležan jedino ako je isključivo nadležan općinski sud ili neki drugi sud.

Ako je ulagatelj fizička osoba, stvarno će nadležan biti općinski sud. Mogućnost uspostave nadležnosti trgovačkog suda u situaciji kada se kao stranka pojavljuje fizička osoba dolaziti će razmjerno rijetko, najčešće u onim slučajevima kada je moguće zasnovati nadležnost po kriteriju atrakcije stvarne nadležnosti (stečaj investicijskog društva, svojstvo materijalnog suparničara i sl.) Dakle u sporovima između klijenata fizičkih osoba i investicijskih društva stvarno će biti nadležan općinski sud⁶⁹.

Smatramo da bi se *de lege ferenda* ovi sporovi trebali, poput sporova iz intelektualnog vlasništva i sličnih, staviti u nadležnost trgovačkih sudova. Iako su općinski sudovi, kao sudovi supsidijarne stvarne nadležnosti, imaju zadaću ostvariti zaštitu slabije strane za razliku od trgovačkih sudova koji sude u sporu između dvaju profesionalaca (trgovaca), postavlja se pitanje jesu li općinski sudovi doista u stanju ostvariti tu zaštitnu funkciju s obzirom na okolnost da se radi o sporovima iz vrlo složenih odnosa koji podrazumijevaju poznavanje više nego igdje specijalističkih znanja o funkcioniranju tržišta kapitala, te o mogućnostima da klijenti disponiraju s opsegom zaštite koja im pripada prema zakonu. Suci trgovačkih sudova, kao suci specijaliziranih sudova, smatramo imaju više znanja o tim transakcijama. Čini se neprimjerenim da o sporu između fizičke osobe koja ima svojstvo kvalificiranog ulagatelja i investicijskog društva raspravlja općinski sud, jer je to fizička osoba, koja se zbog ispunjavanja sasvim specifičnih uvjeta, odrekla prava na zaštitu koja pripada malim ulagateljima. Takve bi fizičke osobe trebalo smatrati profesionalcima, i bilo bi logično da o njihovim tužbenim zahtjevima prema investicijskim društvima raspravlja trgovački sud.

Stoga se čini logičnim i zaključiti da bi valjalo razmisliti da se ovi sporovi *de lege ferenda* stave u nadležnost trgovačkih sudova, upravo iz razloga što podvojena nadležnost sudova ne ide niti u prilog pravne sigurnosti, niti u prilog stvaranja ujednačene sudske prakse.

69 Čl. 34. ZPP-a.

9. Ima li u praksi sporova između investicijskih društava i njihovih klijenata?

U nastavku namjeravamo ispitati je li u dosadašnjoj praksi bilo sporova između investicijskih društava i njihovih klijenata. U tom je smislu izvršeno pretraživanje objavljenih sentenci Vrhovnog suda Republike Hrvatske, kao i sentenci Visokog trgovačkog suda u Zagrebu. Na dan 31. 12. 2009. nije bilo niti jednog spora u bazi podataka Supra koji bi se odnosio na Zakon o tržištu vrijednosnih papira osim dva kaznena predmeta.⁷⁰ Oba kaznena predmeta odnosila su se na zahtjev za zaštitu zakonitosti koji bi postavljen zbog zastare kaznenog progona. S druge strane, s obzirom na to da je ZTK stupio na snagu 1.01.2009. sporovi zbog povrede obveza investicijskih društava nisu mogli dobiti svoj pravosudni epilog. Znakovito je da nije pronađen niti jedan građanskopravni spor između oštećenih klijenata i investicijskih društava. Zabilježeni su, dakle isključivo kazneni predmeti, pokrenuti na temelju kaznene prijave koju je podnijela HANFA, te sporovi pred Upravnim sudom pokrenuti protiv rješenja HANFE kojim su investicijskom društvu izrečene nadzorne mjere. Stoga je isto investicijsko društvo pokrenulo upravni spor, s obzirom na to da rješenje HANFE ima značaj upravnog akta protiv kojeg nema drugostupanjskog pravnog lijeka u obliku žalbe. Za potrebe ovog rada analizirane su objavljene odluke Upravnog suda, kao i neka rješenja HANFE u provedenim postupcima nadzora iz kojih su vidljivi tipični propusti što ih investicijska društva čine u odnosu na svoje klijente.

U obzir su uzeti upravo naprijed navedeni predmeti jer su oni bili komentirani u godišnjim izvješćima HANFE, odnosno njezine pravne prednice Komisije za vrijednosne papire u rubrici „Prikaz određenih predmeta nadzora“. Također, s obzirom na to da je na web stranicama HANFE odnedavna dostupna i sudska praksa, koja se razvija povodom pokrenutih upravnih sporova, kojima investicijska društva nastoje osporiti za njih nepovoljna rješenja HANFE donijeta pri provedbi postupaka nadzora, korištene su i te odluke. Pri tom su uzeti u obzir samo predmeti u kojima (između ostalih povreda) investicijsko društvo prema svojem klijentu u izvršavanju usluge postupa protivno svojim zakonskim i ugovornim obvezama. U prvom od tih predmeta osim povrede postupanja investicijskog društva prema klijentu dogodila se i osebujna manipulacija tržištem vrijednosnih papira, stoga je analizi tog predmeta dano više prostora u radu. S obzirom na fenomenologiju počinjene tržišne manipulacije i njezino preplitanje s povredama investicijskog društva prema klijentima iznesene su u radu, prema stajalištu autorice, zanimljive pojedinosti, koje u široj ulagateljskoj javnosti mogu osvijestiti potrebu da kao klijenti investicijskih društava pomno prate način na koji se izvršava ugovor o obavljanju određene investicijske usluge.

70 VSRH Kzz 34/2007-2 / i VSRH Kzz 33/2007-2.

10. Tipične povrede investicijskih društava u postupanju prema klijentima

HANFA u svojim godišnjim izvješćima iskazuje značajan broj prekršajnih postupaka koje je pokrenula protiv investicijskih društava, kao i kaznenih prijava. Od lakših povreda tu je nevođenje knjiga naloga na propisan način, neizvršavanje naloga prema prioritetu iz knjige naloga, tj. preferiranje klijenata koji su investicijskom društvu na upravljanje povjerili svoj portfelj u odnosu na one klijente koji su investicijskom društvu dali individualni nalog za kupnju ili prodaju određenog vrijednosnog papira (financijskog instrumenta)⁷¹. U tim su slučajevima investicijsko društvo i njegovi zaposlenici povrijedili ujedno i načelo prema kojem ih se obvezuje da u zaprimanju i izvršavanju naloga postupaju s pažnjom dobrog stručnjaka te u svemu paze na interese nalogodavca⁷². Nadalje do povrede u odnosu na klijente dolazi i onda kada investicijska društva odnosno njihovi zaposlenici koriste povlaštene informacije koje se odnose na vrijednosne papire ili na izdavatelje istih za koje su saznali u obavljanju svoje djelatnosti, kao i poslovne tajne svojih nalogodavaca i to u svoju korist ili u korist trećih⁷³. Na taj način svojim nalogodavcima nanose štetu, s tom razlikom što se u nekim predmetima tome pridružuje i manipulacija tržištem, odnosno zlouporaba povlaštenih informacija, koje su same po sebi zabranjene.

HANFA (odnosno prije Komisija za vrijednosne papire) u svojim je godišnjim izvještajima 2005-2008. podnijela preko 150 zahtjeva za pokretanje prekršajnih postupaka pred Upravnim sudom, te preko 30 kaznenih prijava protiv investicijskih društava⁷⁴.

Dakle, tragove o mogućim povredama investicijskih društava u postupanju prilikom izvršavanja poslova s vrijednosnim papirima temeljem naloga klijenata ne nalazimo u pritužbama ni u sporovima koje su protiv njih pokretali oštećeni ulagatelji, već isključivo temeljem aktivnosti koje u okviru nadzora provodi HANFA. Zabilježen je i slučaj u kojemu je oštećeni nalogodavatelj izričito izjavio da se ne smatra oštećenim te da neće pokretati parnicu za naknadu štete, iako je HANFA obustavila spornu transakciju investicijskog društva upravo iz razloga što je pronašla da je njome nalogodavatelj značajno oštećen⁷⁵. To nas upućuje na zaključak da klijenti investicijskih društava i sama društva mogu zajednički djelovati (makar i na štetu nalogodavca – klijenta) ako time ostvaruju poželjni manipulatorni cilj. Druga je mogućnost da klijenti niti sami nisu svjesni učinjenih povreda kojima im se nanosi šteta.

71 Čl. 66. ZTVP-a.

72 Čl. 59. st. 1. ZTVP-a.

73 Čl. 59. st. 2. ZTVP-a.

74 Godišnji izvještaji Hanfe dostupni su na: www.hanfa.hr

75 Godišnji izvještaj Hanfe za 2007. godinu.

10.1. Predmet UP/I-041-02/06-01/110 od 21. prosinca 2006.

U ovom predmetu⁷⁶ HANFA je dana 26. listopada 2006. godine temeljem provedenog nadzora donijela rješenje kojim je naložila Središnjoj depozitarnoj agenciji d.d. da obustavi sve radnje prijenosa vlasništva s računa prenositelja na račun stjecatelja, a na temelju transakcija sklopljenih na Zagrebačkoj burzi istog dana koje su imale za predmet dionice izdavatelja. Istog dana temeljem odredbi Pravilnika o obustavi trgovanja dionicama na burzama u RH,⁷⁷ Zagrebačka burza d.d. obustavila je trgovinu dionicama izdavatelja, zbog pada cijene od 43% na vrijeme do 60 dana.

Temeljem ovlasti iz čl. 15. Zakona o HANFI, ista je započela postupak nadzora nad trgovanjem dionica tog izdavatelja Uvidom u podatke o trgovini, brokerskoj kući koja je obavila transakciju te načinu obavljanja transakcije, HANFA je smatrala da je potrebno ispitati okolnosti provođenja transakcije. Razlozi koji su naveli HANFU da ispita provedbu transakcije bili su: iznos transakcije (39 milijuna kn), udio u temeljnom kapitalu izdavatelja (više od 20% temeljnog kapitala), pad cijene dionica (43 %) te činjenica da su sve transakcije (i na strani kupnje i na strani prodaje) izvršili brokeri istog brokerskog društva. Pri tom je HANFA je utvrdila postojanje sumnje da su vrijednosni papiri izdavatelja stečeni na nezakonit način. Sumnja se odnosila na način zadavanja naloga za prodaju dionica, odnosno u činjenici da je cjelokupan postupak izlaganja naloga, višestruke promjene naloga te zaprimanja naloga za kupnju dionica trajao samo nekoliko minuta, a uzrokovao je pad cijene dionica izdavatelja od čak 43 %. Kako se nalog odnosio na veliku količinu (paket) dionica, a zadani uvjet prodaje bio je "odmah ili nikad", nalogodavci-kupci (objedinjenim zajedničkim nalogom istog brokerskog društva koje je izložilo nalog), uspjeli su kupiti cijeli ponuđeni paket dionica po cijeni od oko 300 kn po dionici, umjesto po višoj tržišnoj cijeni.

Nalogodavac – prodavatelj je u provedenom postupku, podneskom zamolio HANFU da mu se omogući «naplata» predmetnih dionica te je izjavio da se **ne smatra oštećenim** postupcima brokerskog društva (iako je dionica prodana daleko ispod burzovne cijene!). HANFA je smatrala da između nalogodavca prodavatelja i kupaca (među kojima su bili direktor brokerskog društva i njegovi zaposlenici) postoji usklađeno djelovanje s manipulativnim ciljem. Iz prikupljene dokumentacije te iskaza osoba koje su provele transakciju, HANFA je izvela zaključak da je ovlašteno društvo unaprijed pripremlilo naloge za kupnju dionica izdavatelja za one klijente čije portfelje vodi, te osobne naloge zaposlenika jer su zaposlenici brokerskog društva nekoliko dana unaprijed znali da će biti dan nalog za prodaju tog vrijednosnog papira od iste brokerske kuće, po cijeni koja je bila ista na strani kupnje i prodaje. Prema mišljenju HANFE radilo se o transakciji kojom se manipulira cijenama na tržištu,

⁷⁶ UP/I-041-02/06-01/110 od 21. prosinca 2006. kojim je izvan snage stavljeno ranije rješenje Hanfe Predmet je pravomoćno okončan odlukom Upravnog suda Us 1179/2007-7 od 7. listopada 2008. vidi <http://www.hanfa.hr/dl.php?id=11&cl=spub>.

⁷⁷ Pravilnik o obustavi trgovanja dionicama na burzama u Republici Hrvatskoj NN, br. 114/06, 55/07.

čime se povredi obveze vođenja računa o interesima nalogodavatelja pridružila i manipulacija cijenama na tržištu kao djelo opisano u čl. 108. st. 1. t. 2. ZTVP-a.

Što je navelo HANFU na zaključak da se radi o manipulatornoj transakciji? Osim što su se ovlaštene osobe brokerskog društva nekoliko dana prije obavljanja transakcije raspitivale u HANFI u svezi s vlastitim dvojabama oko zakonitosti provođenja transakcije, način provođenja iste dao je još veću potvrdu. Naime brokersko društvo je formalno zaprimilo nalog faksimilom te ga zavelo u Knjigu naloga 26. listopada 2006. godine u 8:50 minuta (na dan provođenja predmetnih transakcija). Pri otvaranju burze u **10:00** nalog je izložen na burzovni trgovinski sustav za prodaju cijelog paketa dionica uz zadani uvjet «odmah ili nikad»⁷⁸ po cijeni od 400 kn. Za izvršenje zadane transakcije trebalo je imati na raspolaganju otprilike 52.000.000,00 kn. S obzirom na činjenicu da u tom trenutku nije bilo takve potražnje nalog nije izvršen. Brokersko društvo je u razmaku od samo nekoliko minuta izložilo nalog po cijeni od 400 kn po dionici, zatim je smanjilo cijenu na 350 kn, te zatim na 300 kn da bi poslije toga povećalo cijenu na 320 kn, te smanjilo na 300 kn i u **10:05** zatvorilo transakciju. Iako u svom iskazu direktor i brokeri sukladno izjavljuju da je nekoliko minuta dovoljan «signal» ostalim investitorima da se uključe odnosno pripreme za kupnju, HANFA je zaključila da je način izlaganja naloga, vrijednost paketa dionica te zadani uvjet («odmah ili nikad») bio odabran upravo s namjerom da se nalog ne izvrši, odnosno da drugi sudionici na tržištu ne stignu unijeti vlastite naloge na kupnju.

Prema iskazima djelatnika brokerskog društva u **10:04** tog dana započeli su intenzivni kontakti s klijentima te zaposlenicima društva. S obzirom na sniženu cijenu, bilo je potrebno izdvojiti oko 39.000.000 kn za navedeni paket. Prvo je, prema navodima djelatnika donesena odluka da se dionice izdavatelja kupe za klijente kojima brokersko društvo vodi portfelj. Zatim je, navodno, u periodu od minimalno 61 sekunde, a maksimalno 119 sekundi, društvo (odnosno 2 brokera) zaprimilo osobne naloge za kupnju od 7 fizičkih osoba zaposlenika u ovlaštenom društvu, 24 naloga za pravne osobe povezane s brokerskim društvom te 24 telefonska naloga od klijenata. Iz toga proizlazi da je u periodu od samo jedne do dvije minute 24 klijenata zvalo, dobilo na vezu 2 brokera, koji su zatim užurbano prenosili naloge ostalim zaposlenicima koji su naloge unosili u Knjigu naloga. Uz to su uneseni i nalozi osobno nazočnih zaposlenika društva. Nakon što je skupni nalog (portfolio klijenti, osobno prisutni zaposlenici, telefonski primljeni nalozi) drugi put izložen, isti se po cijeni i količini podudarao sa nalogom na prodaju te je izvršen. Dakle nalog je izvršen od stane iste brokerske kuće.

HANFA je nerealnom ocijenila mogućnost da je u 10 sekundi (119 sekundi za 24 poziva prema 2 brokera) moguće da broker fizički obavi sljedeće radnje: primi poziv; predstavi se te identificira nalogodavca; opiše situaciju na tržištu; primi instrukciju za kupnju dionica; prenese navedenu uputu osobi koja ju uz to treba unijeti u kompjutorski sustav u Knjigu dionica, i sve to u najviše 10 sekundi tijekom dvije

78 Tzv. *fill or kill* nalog.

minute. HANFA je zaključila da se radi o fiktivnom «zaprimanju» naloga telefonskim pozivima jer da je brokerskom društvu bio cilj da za svoje portfolio klijente; za sebe osobno te za druge klijente kupe navedene dionice po cijeni od 300 kn, dakle 43% manjoj od zadnje zabilježene trgovinske cijene.

Kupci predmetnih dionica nisu se odazvali pozivu na davanje iskaza u postupku nadzora. HANFA je našla da okolnost što nalogodavci nisu bili, prema navodima brokerskog društva, upoznati s rješenjem HANFE, inkriminirajuća za samo brokersko društvo, koje sukladno čl. 59. st. 1. ZTVP-a mora *pri obavljanju poslova s vrijednosnim papirima u svemu paziti na interese nalogodavaca i postupati pažnjom dobrog stručnjaka*. Također je čl. 66. st. 3. ZTVP-a (obveze ovlaštenog društva u izvršavanju naloga) propisano da je ovlašteno društvo dužno *bez odgode izvijestiti nalogodavca o svakom poslu sklopljenom prema njegovom nalogu i kada to nalogodavac posebno ne zahtijeva*. HANFA je smatrala da je bila dužnost brokerske kuće da bez odgode obavijesti klijente da je Agencija privremeno zaustavila transakciju. Stoga je HANFA zaključila da je navedena transakcija provedena smišljeno, manipuliranjem uvjeta naloga te cijenom dionica, jer je brokersko društvo znalo da će iste dionice kupiti (dati nalog za kupnju) baš zaposlenici brokerskog društva te klijenti s povlaštenim tretmanom, odnosno da će biti kupljene za portfolio klijente. HANFA je smatrala da je motiv ovakvom postupku bila želja da navedeni uži krug klijenata stekne dionice povoljnije (jeftinije). S obzirom na to da se cijena dionice izdavatelja isti dan «vratila» na 500 kn, uzimajući u obzir nepredvidivost tržišta i mogućnost promjene cijena dionica, *isti krug osoba profitirao je za kumulativno otprilike 26.000.000,00 kn, što znači da je nalogodavcima- prodavateljima nanesena šteta u istom iznosu*.

10.2. Predmet UP/I-450-08/05-02/152 od 26. rujna 2005. godine

Značajan je slučaj u kojemu je Komisija za vrijednosne papire poništila sporne transakcije brokerskog društva⁷⁹, iz razloga što je pronašla da je brokersko društvo zajedno s nalogodavateljima sudjelovalo u nizu transakcija s dionicama jednog izdavatelja, a koje su služile da se stvori neistinita slika o cijeni dionice. Točnije, brokersko društvo je djelovalo sa nalogodavateljima sa ciljem da se cijena dotičnih dionica smanji. To se radilo na način da su se transakcije obavljale u zadnjim trenucima rada burze, po nižoj cijeni od cijene kojom se trgovalo tijekom dana dotičnom dionicom. Namjera je bila da tako realizirana transakcija predstavlja zadnju transakciju, a time i zaključnu cijenu trgovanja na taj dan. Na taj se način htjelo potaknuti druge ulagatelje na prodaju tog vrijednosnog papira. To se radilo u više navrata tijekom tri mjeseca. Nakon obavljanja transakcija, nalogodavatelj, koji je do tada prodavao dionice na prije opisani način, kupio je dotične dionice u sveukupno većoj količini no što je do tada imao, a po nižoj cijeni koju je ostvario u suradnji s brokerskim društvom. Komisija je pronašla da su odnosno brokersko

⁷⁹ Rješenje Komisije za vrijednosne papire Republike Hrvatske od 26.09.2005., Klasa: UP/I-450-08/05-02/152, Ur.broj: 567-03/05-1.

društvo i njegov broker postupili protivno odredbi čl. 59. st. 1. ZTVP-a tako što su propustivši postupiti pažnjom dobrog stručnjaka, izvršili na Zagrebačkoj burzi d.d. transakciju prodaje 44.430 dionica izdavatelja s računa vrijednosnih papira A. d.o.o. koji u tom trenutku na svom računu vrijednosnih papira nije imao dovoljnu količina predmetnih dionica, odnosno nedostajalo je 39.339 dionica izdavatelja u protuvrijednosti od cca. 6.500.000,00 kn. Stoga su navedeno brokersko društvo i njegov broker izvršili na Zagrebačkoj burzi d.d. transakciju kupnje 115.842 dionica izdavatelja za A. d.o.o., iako isti kao nalogodavatelj nije doznačio potrebna novčana sredstva u visini od 17.839.668,00 kn. Dakle, brokersko društvo je prodavalo dionice s računa nalogodavatelja s kojime je surađivalo (vjerojatno portfeljaš), iako u tom trenutku tih dionica još nije bilo na njegovim računima. Također, brokersko društvo je kupovalo dionice po nalogu nalogodavatelja s kojime je surađivalo, iako on na svojim računima nije imao dovoljno sredstva za kupnju dionica. Komisija za vrijednosne papire opisane povrede je podvela pod čl. 108. st. 1. i st. 2. ZTVP-a, a koji je regulirao zabranu manipuliranjem tržišta vrijednosnih papira.

10.3. Predmet UP/I-041-02/05-01/85 od 23. prosinca 2005. godine

Komisija za vrijednosne papire RH oduzela je brokerskom društvu dozvolu za obavljanje poslova s vrijednosnim papirima⁸⁰ kao i određenim brokerima. budući da je pronašla da je društvo povrijedilo obvezu iz čl. 59. st. 1 ZTVP-a, prema kojoj je obvezno pri obavljanju poslova s vrijednosnim papirima u svemu paziti na interese nalogodavca i postupati pažnjom dobrog stručnjaka. Brokersko društvo je počinilo tu povredu na način što je u više navrata realiziralo naloge za prodaju dionica više dioničkih društava na jednoj burzi po cijeni koja je bila niža od ponude za kupnju dionice u isto vrijeme na drugoj burzi. Time su jasno prekršili svoju obvezu da paze na interese nalogodavatelja. Nadalje, brokersko društvo je počinilo i povredu iz čl. 61. st. 4. ZTVP-a, jer nalogodavateljima nije dao točne informacije o ponudi, potražnji, prometu i kretanju cijena vrijednosnih papira. Zabilježena je i povreda čl. 66. st. 7. ZTVP-a gdje je brokersko društvo izvan tržišta naloga spojilo kupnju i prodaju dionica, a na temelju ugovora o kupoprodaji. Također, odgovorne osobe nisu u knjigu naloga upisivale izmjene naloga, te nisu u skladu s čl. 66. st. 6. ZTVP-a, odmah izložili nalog na burzu.

10.4. Ostali predmeti / povrede

Zabilježeni su predmeti u kojima su novčano kažnjeni brokersko društvo i njegovi direktori iz razloga što u knjigu naloga nisu upisivali izmjene naloga, te nakon promjene cijene i količine nisu otvorili novi nalog. Također, nisu u skladu s

⁸⁰ Rješenje Komisije za vrijednosne papire RH od 23.12.2005., Klasa: UP/I-041-02/05-01/85, Urbroj: 567-04/05-06.

čl. 66. st. 6. ZTVP-a, odmah izložili nalog na burzu.⁸¹ Zabilježena je i povreda čl. 66. st. 7. ZTVP-a gdje je brokersko društvo izvan tržišta naloga spojilo kupnju i prodaju dionica, a na temelju ugovora o kupoprodaji⁸². Također, Prekršajni sud je novčano kaznio i brokersko društvo te njegove odgovorne osobe koje su povrijedile čl. 66. st. 2. ZTVP-a da nisu poštivali redosljed prioriteta izvršenja iz knjige naloga, jer su prvo izvršili nalog s višom cijenom dionica, a na redu je bio nalog s nižom cijenom dionica⁸³. Nadalje, prekršajni postupak je proveden i protiv brokerskog društva koje nije postupalo u skladu s čl. 64. st. 4. ZTVP-a⁸⁴. Naime, brokersko društvo je koristilo sredstva položena na posebnim računima, tj. sredstva nalagodavatelja za vlastite interese, što je protivno ZTVP-u koji predviđa da se ta sredstva mogu koristiti isključivo u korist i na nalog nalagodavatelja.

11. Zaključak

Način izvršavanja usluga investicijskih društava prema klijentima postao je složeniji s donošenjem ZTK. Postroženi opći organizacijski te poslovni zahtjevi, nužnost provedbe tzv. razvrstavanja klijenata, kao i testa primjerenosti i prikladnosti prilikom izvršavanja određenih usluga, čine investicijski proces nizom unaprijed određenih obrazaca postupanja. S obzirom na opseg informacija, koje društvo upućuje klijentu, prije tijekom i nakon obavljene usluge, investicijski proces u konačnici i poskupljuje. Kako profesionalni klijenti mogu zatražiti da ih se tretira kao male klijente i obrnuto, kategorizacija klijenata (a time i način postupanja) postaje za investicijsko društvo pokretna meta (*moving target*). Kao izraz napuštanja načela prema kojima se svi nalozi izvršavaju na jednom mjestu - burzi, odnosno uređenom tržištu (napuštanje tzv. *concentration rule*) osnažuje se načelo da sve naloge treba izvršavati po kriteriju najboljeg izvršenja. Kako se nalozi mogu izvršavati i na drugim mjestima trgovanja (multilateralna trgovinska platforma, sistematski internalizator) postaje teško pratiti gdje je i pod kojim uvjetima taj nalog mogao biti bolje izvršen, te se zona diskrecije investicijskog društva povećava. Povećanu dozu diskrecije u odabiru mjesta trgovanja trebala bi ispraviti politika izvršavanja naloga – interni akt investicijskog društva kojeg svako društvo treba izraditi prema ZTK-a i u kojem društvo treba istaknuti kojim se kriterijima rukovodi pri izvršavanju naloga (brzina, cijena i sl.). Kako je svako investicijsko društvo slobodno u određivanju kojem će faktoru u politici izvršavanja naloga dati primat, klijenti investicijski društava često neće biti u mogućnosti usporediti politike izvršavanja naloga dvaju društava, već će se prilikom odabira rukovoditi time koji su faktori za njih najvažniji, te će izabrati ono društvo čija politika izvršavanja naloga odgovara njihovim prioritetima. Pri tom će cijena biti vjerojatno odlučujući faktor. S obzirom na to da klijent unaprijed pristaje

81 II/G-548/06; Gž-5334/2006; III/G-2691/06; Gž-4044/07; Gž-4873/07; XXXI-G-224/08.

82 G-4-217/05; Gž 4873/07.

83 XIV-G-1600-305; Gž-4044/07.

84 XIV-G-10696-203; Gž-1571/08.

na politiku izvršavanja naloga, smatramo da postoji vrlo mala mogućnost da klijent naknadno ospori transakciju u smislu da nije provedena po kriteriju najboljeg izvršenja, pod pretpostavkom da se investicijsko društvo držalo one politike izvršavanja naloga na koju je klijent pristao. Želi li klijent smanjiti zonu diskrecije investicijskog društva dat će limitirani nalog. Stoga će sporovi investicijskih društava i njihovih klijenata u svjetlu novih pravila postupanja manje biti zastupljeni zbog povrede načela najboljeg izvršenja, jer je cijeli proces u većoj mjeri normiziran.

Češće će, smatramo, dolaziti do propusta investicijskog društva da spriječi, odnosno razotkrije sukob interesa. Pojavni oblici povreda izloženi u drugom dijelu rada, ukazuju na sklonost investicijskih društava da u dosluhu s određenim klijentima, koje preferiraju, naštetie interesima drugih klijenata. Neka investicijska društva su tzv. nalogodavce potfeljaše preferirala u odnosu na obične (*one time*) nalogodavce. Druga su, u sporazumu s nalogodavcima namjerno izložila takve prodajne naloge na tržište kako bi se koristeći posebnim uvjetima njihova izvršenja (*fill or kill*), za svoje zaposlenike i preferirane nalogodavce polučila korist pojavivši se i kao posrednik na strani prodaje i kupnje. Prodajom velikog paketa dionica po cijeni 43% manjoj od tržišne, sigurno je za nalogodavce na strani prodaje nastupila šteta, koja se sastoji u razlici između tržišne cijene i cijene po kojoj je transakcija provedena. Takav skup okolnosti sigurno bi dao povoda i tužbi za naknadu štete, iako je u ovom konkretnom slučaju nalogodavac tvrdio da mu nije nanesena šteta. Kao što smo vidjeli iz analize opisanih predmeta nadzora, dosluh s klijentima upućuje i na postojanje manipulacije tržištem. Ono što je znakovito je to da pretraživanjem baza podataka sudske prakse nije pronađen niti jedan parnični predmet, u kojem bi klijenti zbog nastalih povreda zahtijevali od investicijskog društva naknadu štete. To nas upućuje na zaključak da ulagatelji, odnosno nalogodavci, ili nisu u stanju percipirati povredu, ili djeluju u dosluhu s investicijskim društvom. Upravni sporovi, koji su pokrenuti nakon što je HANFA u odnosu na investicijska društva prekršitelje provela određene nadzorne mjere, upućuju nas na zaključak da HANFA djelotvorno ispravlja tržišne malformacije.

Imajući u vidu da će s povećanjem standarda postupanja investicijskih društava polako, ali sigurno rasti i stupanj investicijske kulture, nije isključeno da će se ulagatelji više početi koristiti svojim pravima. U tom smislu imajući u vidu podijeljenu nadležnost općinskih i trgovačkih sudova u ovim predmetima ovisno o svojstvu stranaka u sporu (pravna / fizička osoba) plediramo da se ovi sporovi po predmetnom kriteriju stave *de lege ferenda* u stvarnu nadležnosti trgovačkih sudova, iz razloga specijalizacije tih sudova. Također je moguće u ovakvim sporovima više koristiti arbitražu, iako je analizom općih uvjeta poslovanja utvrđeno da se njima ugovara mjesna nadležnost stvarno nadležnog suda.

Summary

INVESTMENT FIRMS CONDUCT OF BUSINESS RULES AND INFRINGEMENT OF THESE RULES

The Law on Capital Market came into effect on 1 January 2009 implementing the European legal acquis in the field of capital market in Croatian law. Significant amendments altered organisational requirements and other business requirements of investment firms (prior securities companies) applying the legal solutions from 2004 Markets in Financial Instruments Directive. Legal framework governing the investment firms' performances has become extremely complex. Consequently, it seems reasonable to speculate whether the more demanding framework could influence the number of disputes emerging between investment firms and their clients. Therefore, in the first part of the article the author analyses provisions on authorised persons to provide investment services in the Republic of Croatia. In addition, explanatory comments are made on a new client categorisation according to which investment firms apply different standards of conduct depending also on provided services. In the second part of the article author scrutinises investment firms' methods to resolve disputes with their clients, including also the customer complaint management, under the general terms of business. Further analysis is given in an attempt to define courts with jurisdiction *ratione materiae* covering legal disputes between clients and firms carrying on investment business. The author emphasizes arguments that support *de lege ferenda* delegation of all such disputes to commercial courts giving them jurisdiction *ratione materiae* in civil proceedings. Research on accessible databases of court decisions has revealed an absence of civil litigations involving investment firms and their clients in contrast to numerous administrative disputes in which an investment firm starts the administrative procedure once the Croatian Financial Services Supervisory Agency has completed its supervision and ordered a measure of supervision. The author scrutinises typical infringements of conduct of business rules. In her final remarks the author presents conclusions and prepositions *de lege ferenda*.

Key words: *Law on Capital Market, investment firms, conduct of business rules.*

Zusammenfassung

VORGEHENSWEISE DER INVESTITIONSGESELLSCHAFTEN MIT KUNDEN BEI DER ERBRINGUNG VON INVESTITIONSDIENSTLEISTUNGEN UND STREITIGKEITEN AUF GRUND VERLETZUNGEN DER REGEL

Mit dem Inkrafttreten des neuen Kapitalmarktgesetzes am 1. Januar 2010, ist Gemeinschaftlicher Besitzstand im Bereich des Kapitalmarktes in das kroatische Recht übernommen worden. Durch die neue europäische Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente aus 2004, haben sich organisatorische Ansprüche wie auch andere Geschäftsbedingungen für Investitionsgesellschaften (früher: Wertpapierdienstleistungsunternehmen) geändert. Der rechtliche Rahmen für Investitionsgesellschaften ist daher anspruchsvoller geworden, weshalb die folgende Frage gestellt werden könnte: Wird Letzteres zu mehr Streitigkeiten zwischen Investitionsgesellschaften und deren Kunden führen? Im ersten Teil der vorliegenden Arbeit wird betrachtet, wer in der Republik Kroatien Investitionsdienstleistungen nach dem Kapitalmarktgesetz erbringen kann. Ferner wird auch die neuste Kundeneinstufung für die Anwendung verschiedener Behandlungsmaßstäbe – die auch von der Art der Dienstleistung selbst abhängig sind – ausgearbeitet. Im zweiten Teil wird näher geprüft, welche Lösungen in den Allgemeingeschäftsbedingungen der Investitionsgesellschaften für Streitigkeiten mit Kunden vorgesehen seien. In Verbindung dazu wird auch geprüft, welche Gerichte sachliche Zuständigkeit haben, über Streitigkeiten im Zivilverfahren zwischen Investitionsgesellschaften und deren Kunden, wie auch über Widersprüche zu entscheiden. In dieser Hinsicht werden auch Argumente die dafür sprechen, dass alle Streitigkeiten im Zivilverfahren zwischen Investitionsgesellschaften und deren Kunden *de lege ferende* zur sachlichen Zuständigkeit der Handelsgerichte gehören, in Erwägung gezogen. Durchgeführte Analyse zugänglicher Rechtsprechungsdatenbanken weist auf Nichtvorhandensein zivilrechtlicher Streitigkeiten zwischen Investitionsgesellschaften und deren Kunden, im Gegensatz zu einer großen Zahl von Verwaltungsstreitverfahren. Nachdem die Kroatische Behörde für Finanzdienstleistungsaufsicht ein Aufsichtsverfahren durchgeführt hat und eine Aufsichtsmaßnahme angeordnet wurde, leiten Investitionsgesellschaften meistens Verwaltungsstreitverfahren ein. Typische Verletzungen im Handeln von Investitionsgesellschaften und deren Kunden werden untersucht, und auf Grund dessen, Schlussfolgerungen und Vorschläge *de lege ferenda* vorgelegt.

Schlüsselwörter: Kapitalmarktgesetz, Investitionsgesellschaften,
Vorgehensweise mit Kunden.